

漫步华尔街

伯顿·麦基尔 著　骆玉鼎 彭晗 等译

上海财经大学出版社

漫步华尔街

伯顿·麦基尔 著

骆玉鼎 彭晗 等译

上海财经大学出版社

东方证券·透视所有时代最伟大的投资经典

编委会

总 序

市场经济发展的一般规律和中国经济改革的实践经验向我们昭示，建立和完善具有中国特色的证券市场对中国经济的持续健康发展具有重大意义。

充足的自有资本、合理的资本结构是现代企业运行的基本条件。由于历史的原因，作为中国企业主体的国有企业，必须补上"资本"这一课；同时，各种新兴的经济组织形式也渴求尽快克服"资本"瓶颈，实现加速增长。据统计，截止到 2002 年 4 月，上海、深圳的证券市场累计筹资超过 8 000 亿元人民币，为中国企业的成功转型奠定了坚实的资本基础。伴随着证券市场的兴起，中国上市公司运作逐步趋于规范和透明，已经初步建立起现代公司治理结构的基本框架。

中国资本市场在实验、观望、争议中走过了十余年的发展历程。2002 年 4 月末，中国证券

市场上市公司总市值超过45 000亿人民币，投资者开户数超过6 700万户，成为亚洲第三大证券市场。就其在国民经济以及人民生活中的影响和地位而论，已经很难让人忽视它的存在。

健康、高效的资本市场反映了并反作用于实质经济的发展，而资本市场效率在很大程度上取决于市场投资者素质的高低，因此，投资者教育成为市场经济基本建设的重要内容。同时，作为一个新兴市场，借鉴西方成熟市场的经验教训也是“后发优势”的一种体现。上海财经大学出版社与东方证券有限责任公司合作，翻译出版了这套“东方证券·透视所有时代最伟大投资经典”，首批入选的四部著作深入浅出，均为近年来受到西方投资界推崇的畅销作品，相信对国人了解掌握证券市场运行规律能够有所助益。

谈　敏

2002年6月

译者的话

对于全世界的证券投资学教授而言，最担心学生提出的问题恐怕就是："您这样博学睿智，自己的投资成绩一定很好吧?"根据我的个人经验，多数教授(包括我自己)面对这个问题通常不是面红耳赤就是王顾左右而言他。《漫步华尔街》的作者伯顿·麦基尔教授是一个例外，他的学生决不会向他提出这样的问题。

《漫步华尔街》的确是一本学术性与通俗性结合得十分完美的经典之作，相当多的中国学生从这本书中获取了营养，其中包括本书的几位译者。因此，尽管目前国内已经有了本书前几版的中译本，我们还是非常乐意再来翻一次，希望这个译本会更准确一些。

《漫步华尔街》之所以能获得莫大的成功，这与作者本人辉煌的经历难以分割。伯顿·麦基尔活跃在三个不同的领域，在每一个领域中他都获得了巨大的成功。作为经济学家，他在

普林斯顿大学担任化学银行主席讲座教授，通过对证券市场和投资者投资行为的专门分析，积累了一套完备的学术研究方法，并取得大量关于投资机会的研究成果。作为证券分析师，他现在是投资资产超过2 500亿美元的谨慎保险公司的投资委员会主席，并且也是全美几家资产总值超过4 000亿美元的大型投资公司的董事。作为一名普通的投资者，他的成功是不言而喻的。追求财富与追求真理在他身上得到了完美的统一。

对当代中国投资者而言，华尔街是一个充满魔力的字眼。它代表着技术、效率、财富和巨大的经济活力，它是物质文明的灯塔，也是每一个执著的投资者心中的圣地。然而，这里同样是人间的炼狱，是没有硝烟的战场，处处流淌着无穷的风险，处处发生着残酷的搏杀，滚滚金钱之下埋葬的是失败者累累的白骨。华尔街不是金融世界的全部，但透过这个水晶球，我们可以看到投资人生的千姿百态。所有发生在华尔街的故事也同样发生在我们置身其间的投资世界中。漫步在危机四伏的金融王国里，你的脑中闪烁着卓而不群的智慧，你的心中洋溢着一往无前的勇气，你离成功似乎只有咫尺之遥。但这还不够，你还需要一位经验丰富的向导，指引你翻越崇山峻岭，勇闯激流险滩，最终迈向成功的彼岸。然而，向导又在何处呢？

不管是机构投资者，还是普通投资者，都必须直面的一个共同问题是：市场是可以战胜的吗？对这个问题的回答将决定你要采取的投资策略以及你的可能回报。如果你相信市场是充分有效的，那么消极投资（如指数化投

资)将成为你的首选,它可以帮助你降低成本,规避税收。但如果你认为自己能够击败市场,那么你无疑就应该进行积极投资,选择特定的股票、债券,以谋求高于市场的超额回报。然而,令人遗憾的是,无论是学术界还是实务界,对于这一热门话题可谓众说纷纭、莫衷一是。"有效市场假说"的主要贡献者尤金·法玛教授至今尚未获得诺贝尔经济学奖,也可以算是一种佐证。

积极投资组合管理的权威比尔·威勒认为,只要投资者保持清醒的头脑,并且集中注意力,从盈利和损失中吸取经验和教训,并将其总结成规律,投资者完全能够取得超额的收益,他领导的雷格马森价值信托公司长期优异的表现便是最好的例证。但是,诺贝尔经济学奖获得者威廉·夏普却不以为然,他极力反对积极投资战略。在《积极管理》一文中他说道:"不要相信所谓的积极证券组合管理。根据我的研究,绝大多数所谓的积极证券组合管理者的业绩在扣除成本后要远远落后于他们消极管理的同行。"莱克斯·欣菲德则更加偏激,他声称世界上只有三种不相信市场有效的人:古巴人、朝鲜人和积极管理者。面对业内人士的唇枪舌剑,职业投资者尚且不知所措,更遑论普通投资者,他们又当何去何从呢?

在当今的金融世界里,资本掌握着惟一的话语权,大鱼吃小鱼更是成为芸芸众生所信奉的金科玉律,普通投资者在与机构投资者的交锋中想要胜出几乎就是天方夜谭。退休基金、养老基金、共同基金、保险公司和投资银行等众多机构投资者在金融领域中呼风唤雨,他们指挥着庞大的资本,聚集着一流的人才,掌握着丰富的信息和

资料，专家理财似乎就是无往而不利的代名词。如果事实真的是这样，那么中小投资者该如何在夹缝中求得生存呢？更进一步说，失去机构投资者的庇佑，他们还能从投资中获取利润吗？

翻开《漫步华尔街》，这些问题将会迎刃而解。麦基尔教授在书中为我们作出了清彻响亮而又令人振奋的回答。这本投资宝典无疑将是普通投资者的福音，作者用生动诙谐、浅显易懂的语言娓娓道出投资的真谛和成功的秘诀。他刺破了一个个虚无飘渺的投机气泡，揭穿了一幕幕掩人耳目的投资神话，将弥漫在投资者心中的幻觉和谬论一扫而空。在他笔下，我们看不到空洞乏味的学术理论，也见不着貌似真理的先知话语，有的只是朴实的投资方法和真实的投资收益。其中既有对投机历史的回顾，又有对美好未来的展望；既有对前沿学术研究成果和新式投资工具的介绍，又有为投资者精心准备的"量体裁衣"式的投资指南。本书已是第七版，但仍旧受到新闻媒体、专家学者的盛赞，仅此一点已足以说明该书旺盛的生命力。理论是灰色的，只有跳动的思想才是常青的。

《漫步华尔街》集理论与实践于一身，通过作者别具匠心的构思，将二者融汇贯通为一个无懈可击的整体。作为一本实用性极强的投资指南，它向广大投资者讲述了琳琅满目的投资战略和五花八门的金融工具，但对指数基金的推崇备至则构成了全书清晰的主线。作者独辟蹊径地提出：只要普通投资者采取"购买并持有"的战略，投资于指数基金，就可以获得安全、稳定的长期回报，并轻而易举地击败大多数机构投资者。自该书初版问世以

来的三十年里，作者始终倡导这一观点并将其付诸实践。事实胜于雄辩，历历在目的统计数据和实证结果无不验证了这一投资策略的成功之处。

所谓指数基金，是指按照指数化投资的方式运作的基金，其收益水平目标就是所盯住指数的变化幅度，它一方面可以满足不同类型和层次投资者的需求，另一方面也可以用于风险管理，防范和规避个股风险。此外，指数基金还拥有其他投资工具所无可比拟的优势。一、费用低廉。这是指数基金最明显的优势。由于指数基金是以入市时的股指为基数，因此在建仓以后如果大盘的上涨趋势不变，则指数基金一般采用长线持有策略，极少进行买卖，这有利于最大限度地减少交易费用和税赋成本，促使基金收益水平达到最大化。二、延迟纳税。由于指数基金采取的是长期持有的投资策略，所持有股票的换手率极低，因而只有当一只公司股票从指数中剔除或投资者要求赎回时，才会出售所持有的相应股份，实现资本利得。三、分散风险。一方面，由于指数基金的投资组合与指数中的股票构成和权重一致，投资对象相对分散，任何单只股票的价格波动都不会对基金的整体表现产生实质性的影响；另一方面，由于指数基金所盯住的指数通常都具有较长的历史可以跟踪，因此在一定程度上指数基金的投资风险是可以预测的。四、监控投入少。因为运作指数基金不用进行主动积极的投资管理，所以基金管理人无需对基金的市场表现进行实时监控，只要跟踪指数的波动轨迹和变化趋势，保证投资组合与之相适应、相匹配即可。

由此可见，指数基金独特的竞争优势在于它以市场

指数为跟踪标的，进行充分投资，有利于降低基金费用，分散或规避选择个股和入市时机的管理风险，从而在较长的时期内取得小幅超过市场平均水平的投资收益。尤其是在股市上升阶段，指数基金的市场表现往往优于积极管理型基金。

作为先锋投资集团(Vanguard Group)的创始人，约翰·伯格尔在美国投资界可谓家喻户晓。1976 年当伯格尔启动他的第一个指数基金，即先锋指数信托公司时，仅筹集到1 100万美元，评论家纷纷嘲笑并预见该基金只能赚取一般的回报。然而，20 年过去了，凭借伯格尔敏锐的目光和指数基金的优势，该基金已成为世界第二大基金——拥有2 500亿美元的雄厚资产。伯格尔自己则宣称："我的方法是如此之简单，买入、形成指数且一直持有。"

指数型投资起源于金融学术机构关于有效市场的实证分析。这些分析表明，由于交易费用过高，一般基金的业绩都低于市场的平均表现；而那些业绩超过市场表现的基金，由于不断受到人们的追捧，资产量扩大，最终的业绩也将低于市场的表现。因此有效市场理论的追随者认为，指数是由所有的投资经理共同决定的，所以从某种意义上讲，指数是管理最充分的投资组合。

无论是华尔街的拐角，还是在高等学府的殿堂，到处充斥着市场完全有效和完全无效的两种十分极端的看法，而作者则选择了一条中间道路。尽管作者相信投资者确实应该反思一下他们对于专业咨询人士的"盲从"，而且大量的证据表明职业投资者并不能持续地战胜大盘平均的收益水平，但是他相信凡事总有例外，有效市场法

则同样如此。而且，对于全盘接受有效市场理论信条的倾向他也深感忧虑，这是因为该理论的依托仅仅就是几个相当脆弱的假设。它的首要假设是有效定价的存在，而另一个相当脆弱的假设则是消息的传播瞬间即可完成，但这两点在现实世界中几乎就是不可能的。所以，作者对“半强型效率”假说特别是对“强型效率”假说保持了淡然处之的态度。事实上，市场既不是完全有效，也不是完全无效，只是一定程度上有效。虽然新技术的出现可能会使其更加有效，但在有潜在收益的市场中，寥若晨星的投资者却也能偶尔战胜市场。市场效率的提高取决于那些不相信市场有效性并试图战胜它的投资者。

当然，投资指数基金有时确实显得过于机械呆板而缺乏创造性。为此，作者还专门为那些以投资为乐趣的人准备了其他一些个性化的投资策略，以帮助他们在投资时尽可能减少风险、增加收益。值得一提的是，在第十三章当中，麦基尔教授进一步完善了其首创的生命周期投资理论，使它更加贴近不断变化的投资环境。他认为一个人承受风险的能力与其所处的年龄段是息息相关的，年龄越大，抵御风险的能力就会越差。基于这一原理，麦基尔为处在不同生命周期阶段的投资者设计了不同的资产配置组合，内容详尽，真实可行。

随着期货、期权等金融衍生产品在投资领域重要性的与日俱增，缺乏对它们的认识和使用将会使投资者面临极大的交易风险。有鉴于此，在这一版的附录中特别增加了对期货期权的基本概念及其投资策略的介绍。尽管由于篇幅和本书框架所限，《漫步华尔街》并未对衍生

产品投资施以浓墨重彩，但相信也会给读者带来一丝新鲜感。至少对我个人而言，其中关于期货起源的阐述是很有意思的。

除了观点的独树一帜和内容的苦心孤诣之外，作者在一些细微之处亦做到了尽善尽美。本版援引的数据大都得到了更新，案例编排也体现了学者的严谨作风。在本书的附录中，作者还列举了类型各异的颇具代表性的基金及其联系方式，为中美投资界的广泛交流提供了桥梁。

“他山之石，可以攻玉。”从1990年上海股票交易所开市算起，我国证券市场的发展还只有短短十余年的时间，目前尚处在快速发展的过程当中。由于许多先天的原因，我国市场参与主体的结构与外国成熟市场有着较大的差异，金融工具的种类、市场价格行为模式、投资理念上都存在独特的地方。但是，随着中国加入WTO，资本市场与国外发达市场的接轨只是一个时间的问题，在此背景下阅读本书将使那些未雨绸缪的投资者获得极大的前瞻性的享受和回报。

参加本书翻译工作的是上海财经大学部分教师和研究生，他们是陈恳（第十、十一章）、陈子扬（第八、九、十章）、马丹（第一、二、三、四章）、彭晗（其余章节），最后由骆玉鼎逐字校译并定稿。当然，书中翻译疏漏之处一定还有不少，骆玉鼎对此承担全部责任。

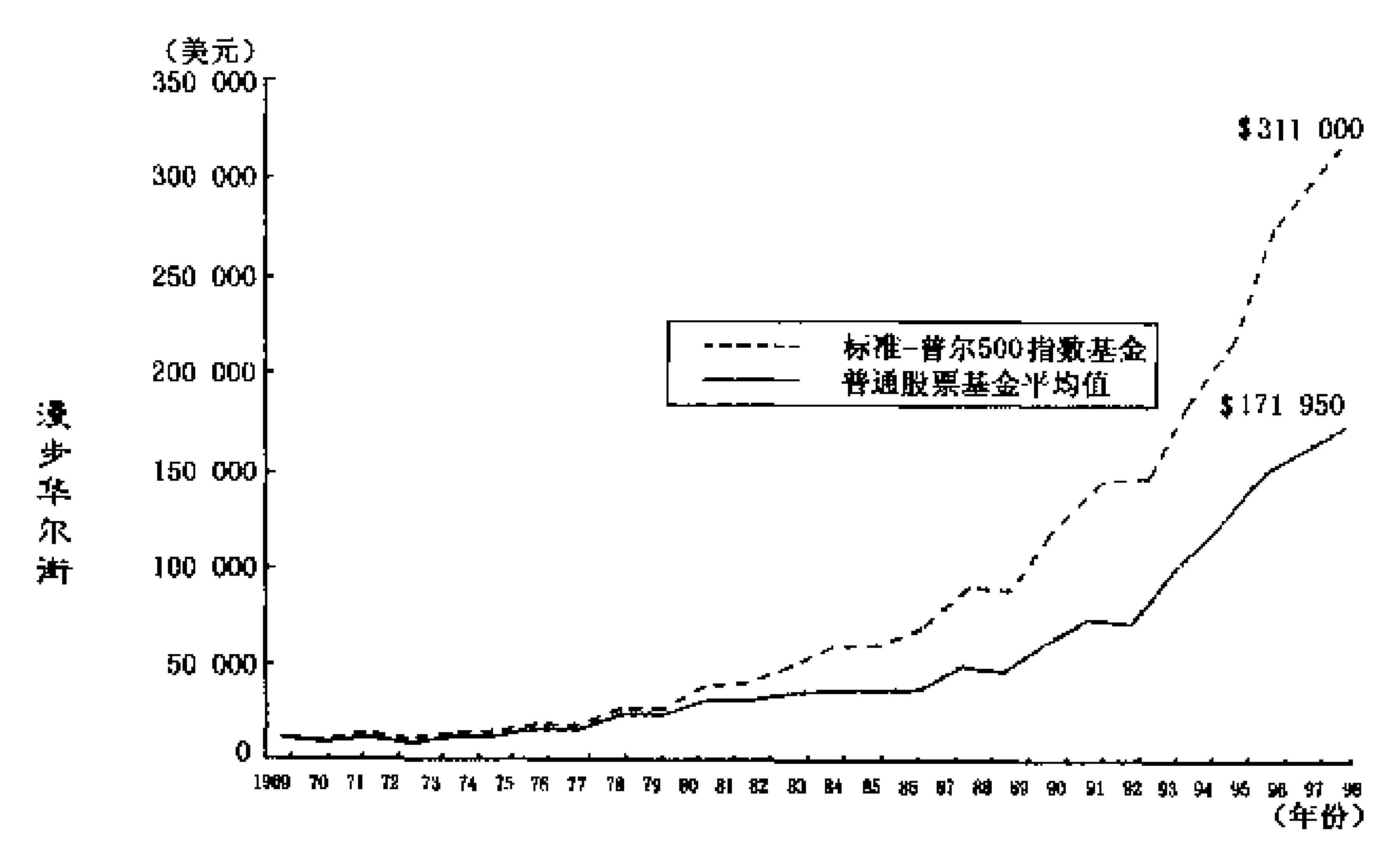
骆玉鼎
2002年7月于上海财经大学证券期货学院

英文版序

从我动笔撰写《漫步华尔街》第一版到现在，屈指算来，已将近30年了。那本书所要讲述的道理其实很简单：投资者若想在金融市场上不虚此行，就应该购买并持有指数基金，而不要总是钟情于单个股票或是专家理财的共同基金。我冒昧地说一句，如果你广泛地购买市场上所有的股票，正如同持有指数基金那样，从中你能得到的回报可能要高于职业基金管理者所能给予你的，而后者由于高昂的费用支出和大量的交易成本已使许多的收益化为了乌有。

现在，30年后的今天，我甚至比当初更加坚信我先前的观点，而且此刻，在我身后还有一个6位数的收益在有力地支持着我。如果你看了下一页的图，问题也就变得简单明了了。在图中，你将会看到一位在1969年初拥有1万美元的投资者购买了标准-普尔500指数基金后的斩获；与此相对照，你也会看到另一位购买了

普通管理基金份额的投资者此后的状况。显而易见，两者的结局有天壤之别。截止到 1998 年 6 月 30 日，指数投资者的回报比基金投资者高出 14 万美元，共得到 31.1 万美元，整整是其初始投资的 31 倍。而且这一收益是在扣除了通常的指数基金交易费用（20 个基点）后的纯利。



1969 年，投资 10 万美元的价值变化

一定有人会问，如果你的观点始终如一，为什么还要出这本书的第 7 版呢？它的意义又何在呢？我想原因就在于，如今投资者所能接触到的金融工具较之以往已有了很大的改观。本书意在为那些不甘落后于潮流的投资者提供一个全面的指导，以便使他们在投资金融产品时可以游刃有余。除此之外，投资者还可以分享到最新的理财信息，这些信息可都是许多学术研究者和市场专业

人士的智慧结晶啊！不要担心它们的艰深晦涩，经过我们深入浅出地阐述，相信每位致力于投资的读者都可以理解。如今，关于股票市场可谓众说纷纭，拥有这样一本观点鲜明、条理清晰的书，绝对不会是一个错误的选择！

回眸过去的25年，我们已经习惯于看到技术上日新月异的发展和层出不穷的创新，例如，掌中可视电话、有线电视、CD(激光盘)、微波炉、微型计算机、互联网、电子邮件以及医学上一系列重大突破：从器官移植、激光手术到不用开刀便可治愈肾结石和动脉梗阻，实在是数不胜数。以上种种，无不实实在在地影响着我们的生活方式。与此同时，金融领域的高速创新几乎与实物领域并驾齐驱。当1973年本书第一版问世时，我们尚不知货币市场基金、NOW账户、ATMs、指数共同基金、免税基金、新兴市场基金、浮动利率票据为何物，也不曾见过防通胀证券、不动产投资信托、利率协议、零息债券、标准-普尔500指数期货期权以及一些新兴的交易技术，比如"投资组合保险"和"程序化交易"。而以上所提及的与发生在整个金融市场里的创新相比，又只能是九牛一毛。本书中新增的内容正是要向你解释发生在我们身边的金融创新，并告诉你作为一个投资者如何从中获利。

这一版仔细斟酌了过去几版里的一个基本观点：股票市场的价格是"完全有效"的。在这样的情况下，就连蒙着眼睛的大猩猩也可以通过向《华尔街日报》掷飞镖来找到一个投资组合，而它的回报很可能丝毫不亚于职业投资者。在过去的30年里，这一论断屡试不爽。据统计，超过三分之二的由职业投资经理们所管理的基金的

业绩逊色于根本“无人管理”的标准-普尔500指数。然而，在最近的20年，由许多学者和专业人士所完成的研究却对此理论的有效性提出了质疑，特别是1987年10月股市灾难性的“崩盘”进一步加剧了人们对市场自身所拥有的神话般的有效性的怀疑。本书探讨了近年来有关于此的争论，并且将重新审视“战胜市场”的可能性。依我个人来看，那些宣告有效市场理论就此终结的人难免有言过其实之嫌，然而，我还是要对一些择股技巧谈谈我的看法，据说这些技巧可以帮助投资者一击而中获取成功。

对个人投资者而言，本书依然是一本可读性很强的投资指南。在我不断地向个人和家庭提供投资策略的过程中，有一点是日渐清晰的，那便是一个投资者承受风险的能力在很大程度上取决于他的年龄和他在非投资领域获取的收人。同样，在大部分投资中所蕴含的风险会随着投资年限的延长而不断降低。正是基于此，最优的投资策略一定和年龄有着紧密的联系。第十三章“生命周期投资指南”对各个年龄层次的投资者都会有所裨益，你将会发现，单单这一章的价值便足以补偿你去求教那些个人理财专家所花的“冤枉钱”。

最后，我要想说的是，本书里的案例和数据都经过了彻底的修订和更新。在20世纪最后时刻，我再次漫步于充满风险和收益的证券市场，并提出了一套可行的投资策略，我衷心地希望它能协助各位读者成功地迈人新的世纪！

友人的帮助是不能忘怀的。首先，我要再一次感谢

那些在过去数版中我曾感谢过的朋友们。此外，还有一些名字是我不能不提及的，眼前这一版的成功问世与他们的帮助和建议是分不开的。他们是詹姆斯·利特维克(James Litvack)、加布雷利·纳波里特诺(Gabrielle Napolitano)、阿比·约瑟夫·科恩(Abby Joseph Cohen)、詹姆斯·里普(James Riepe)、乔治·索特(George Sauter)、约翰·伯格尔(John Bogle)、雷拉·海克曼(Leila Heckman)、威尔·明托史(Will Mcintosh)、凯思·穆林斯(Keith Mullins)、吉姆·乔伊(Jim Troyer)、安德鲁·恩格尔(Andrew Engel)、马克·汤普森(Mark Thompson)、斯蒂文·戈德伯格(Steven Goldberg)、威理·斯派特(Willy Spat)和戴维·托道克(David Twardock)。还有几位是我要特别予以感谢的：先锋投资公司的沃尔特·兰哈德(Walter Lenhard)和安德鲁·克拉克(Andrew Clark)，他们为本书提供了丰富的金融投资收益方面的数据；谢恩·安托斯(Shane Antos)和乔纳森·卡兰(Jonathan Curran)他们那令人称道的研究工作是本书不可或缺的；路金·威特利(Lugene Whitley)，没有他，那些难以辨认的图表和含混不清的磁带就不能变成赏心悦目的文字呈现于读者的眼前。菲利斯·杜莱坡斯(Phyllis Durepos)完成了所有的打字工作。有了W. W.诺顿公司的伊德·帕森斯(Ed Parsons)和马克·亨德森(Mark Henderson)的努力本书才得以公诸于世。帕翠西·泰勒(Patricia Taylor)继续了我们的合作，由她完成了最终的也是最有价值的编辑工作。

最好的总是要放到最后。过去的三版得以获得如此

巨大的成功，没有这个人在我身边是难以想象的，她便是我的妻子：南希·韦斯·麦基尔（Nancy Weiss Malkiel）。她无微不至的关怀给了我最大的支持和激励，更加难能可贵的是，她还仔细阅读了所有的手稿，提出的有益建议不胜枚举，正是这些建议才使得本书大为增色。她甚至还更正了出现在前四版当中的几处错误，而这些错误竟是我和许多编辑、校对员都未曾察觉的。我相信，没有人对于本书的贡献能比她大，因为，她带给了我——本书的作者——一生都不敢企及的幸福。

伯顿·G. 麦基尔（Burton G. Malkiel）
1998 年 10 月于普林斯顿

对前数版的致谢

为了本书的第一版可以成功问世，我所要感谢的对象之多、希望表达的谢意之深，几乎令我不胜重负。我那些在金融界的学术伙伴和挚友为本书各章提出了各式各样的方案，由于他们人数太多使我不便一一道来。然而，我还是要说出一些人的名字以表达我的谢意。他们大多通读了全部的手稿，并提出了宝贵的建议和批评。他们是彼德·阿西(Peter Asch)、雷·拜理(Leo Bailey)、杰弗瑞·鲍伯(Jeffrey Balbsh)、威廉·巴尔莫(William Baumol)、G.高登·比加(G. Gordon Biggar)、莱斯特·坎德尔爵士(Jr. Lester Chandle)、巴里·费德曼(Barry Feldman)、威廉·格兰特(William Grant)、索尔·麦基尔(Sol Malkiel)、理查德·匡特(Richard Quandt)、迈克尔·罗斯切尔德(Michael Rothschild)、H.巴顿·汤姆斯(H. Barton Thomas)和罗伯特·扎诺维奇(Robert Zenowich)。我必须强调的是，本书中任何错误的

事实和评论都不可归咎于以上我所提及的诸位，这样说是恰如其分的。因为，他们中的许多人曾不厌其烦地一再告诫我，提出这样的"异端邪说"实属疯狂之举，而且还有几位在某些观点上甚至与我是针锋相对的。

我的许多研究助手长久以来为了搜集本书所需要的信息，不辞劳苦，令人感动。我尤其要感谢巴理·费德曼(Barry Feldman)、保罗·玛萨瑞斯(Paul Messaris)、巴里·施瓦茨(Barry Schwartz)、格莱格·斯莫拉里克(Greg Smolarek)、雷·索德魏(Ray Soldavin)和伊丽莎白·伍兹(Elizabeth Woods)。海伦·塔拉(Helen Talar)和菲利斯·杜莱普斯(Phyllis Durepos)不仅准确无误地打印了诸多手稿，而且在研究上也给予了我莫大的帮助。计算机编程方面的功劳大部分归属于艾维拉·加莫(Elvira Giaimo)。而本书中亟需的研究则都是在普林斯顿金融研究中心完成的。

作为职业作家和编辑，帕翠西·泰勒(Patricia Taylor)功不可没。她先后两次阅读了本书的手稿，为手稿的内容、编排和风格的逐步完善颇费心思。如果将文章中那些清晰流畅的部分所引发的喝彩声通通授予帕翠西·泰勒，我想她是当之无愧的。

对于以下公司的帮助我也表示不胜感激：阿瑟·利帕公司允许我使用他们对共同基金的评级，韦森博格投资服务公司为我的许多表格提供了必须的数据，而穆迪投资公司更是慷慨地让我复制了许多股票走势图，消费者联合会也毫不吝惜他们关于人寿保险成本的预测值。对了，还有大学退休权益基金让我有幸得到詹姆斯·法雷尔(James Farrell)的业绩研究。最后，史密斯——巴尼公司的图书馆也是我不会忘怀的。

我和 W. W. 诺顿公司的合作是令人备感愉快的，这多亏了编辑斯塔林·劳伦斯(Starling Lawrence)，他的支持至关重要。

最后，还有一位女士值得一提，她的重要性难以估量。朱迪·麦基尔(Judith Malkiel)夜以继日地编辑了每一页手稿，自始至终，毫无怨言。对于她的谢意，无论怎么说也不过分。

在以后的数版中，我有幸得以再次倚仗那些在初版中曾给予我极大帮助的朋友们！此外，我还要对另外一些人表达我诚挚的谢意：约翰·伯格尔(John Bogle)、凯利·明戈(Kelly Mingone)、伊安·麦金农(Ian Mackinnon)、詹姆斯·诺里斯(James Norris)、先锋投资公司的梅里萨·麦克吉尼(Mellisa McGinnis)、T. 罗伊价格公司的唐纳德·彼德斯(Donald Peters)、卡利集团的艾德沃德·马休斯(Edward Mathias)、美国证交所的豪沃德·贝克(Howward Baker)、威林顿管理公司的弗兰克·威斯耐斯基(Frank Winsneski)和伊德·欧文斯(Ed Owens)、戴维·L. 巴伯森公司的 H. 布拉德利·佩里(H. Bradlee Perry)、帕特奈姆基金的乔治·帕特奈穆(George Putnam)、斯卡得—斯蒂文森—克拉克公司的乔治·S. 约翰逊(George. S. Johnson)、谨慎保险投资公司的罗杰·福特(Roger Ford)、所罗门兄弟投资公司的罗伯特·索罗门(Robert Salomon. Jr)、史密斯—巴尼公司的威廉·海尔曼(William Helman)和詹姆斯·斯托费尔(James Stoeffel)、贝克尔—范特瑞斯公司的乔治·史密斯(George Smith)，还有他们：道格拉斯·丹尼尔斯(Douglas Daniels)、宋尚(Shang Song)、罗伯特·伊伯森(Robert Ibbotson)、斯蒂文·费斯特恩(Steve Fein-

stein)、威廉·明尼考斯(William Minicozzi)、伊森·休格(Ethan Hugo)、戴维·巴尼亚德(David Banyard)和蒂伯拉·詹肯斯(Deborah Jenkens)。许叶宵(Yexiao Xu)认真的研究,琳达·威勒(Linda Wheeler)熟练的编辑技巧,都让我记忆犹新。无可指摘的打印工作全靠了芭芭拉·约翰逊(Barbara Johnson)、芭芭拉·梅斯(Barbara Mains)、凯·科尔(Kay Kerr)、皮亚·艾伦(Pia Ellen)、克雷阿·凯布勒斯(Clair Cabelous),特别是菲里斯·杜兰普斯(Phyllis Durepos)。唐纳德·莱姆(Donald Lamm)、罗伯特·科恩(Robert Kehoe)和蒂伯拉·麦凯(Deborah Makay)使我与诺顿公司良好的合作关系得以维系。琼·雷恩(Joan Ryan)和克雷阿·比恩(Claire Bien)尽心竭力为我备齐了有待更新的图表,迈克尔·彼德森(Michael Peterson)也出了不少力。最后,我还要感谢拉格比的特别帮助,她乐于接受半版书稿的整理工作,并为此付出了很大的心血。在此之前,本书的第一版献给了乔纳森,她为整理本书原稿整整花了一年时间。现在,由于拉格比对本书的特殊贡献,我将本书的第四版谨献给她。

献给

南茜

目录

第二部分　专业投资者的玩法

第三部分　新投资技术

第四部分 随机漫步者及其他投资者的实践指南

第一部分

股票与股价

第一章

基本分析与空中楼阁

什么叫犬儒？就是那些知道所有东西的价格却不懂得任何东西价值的人。

——奥斯卡·王尔德(Oscar Wilde)，
《温德摩尔夫人的扇子》

本书将带你漫步华尔街，作为你遨游纷繁复杂金融世界的向导；帮助你把握投资机会，指导你选择投资策略。如今，我们经常可以听到这样的抱怨：个人投资者与华尔街专业投资者之间机会不均等。人们认为，专业投资者在投资技术的使用、投资信息的获取上占据了优势。比如，专业投资者可以熟练地使用“程序化交易”、“资产组合保险”和其他一些复杂的金融衍生工具；人们还经常看到机构投资者进行大规模并购以及从事高回报套利(有时甚至

是违法行为)的新闻报道。专业投资者所具有的这些优势都暗示着:在当今高度机构化的投资市场上,几乎已无个人投资者的立锥之地。然而,事实能够告诉我们更多的东西。你完全可以和机构投资者做得一样好,甚至超过他们。在以下内容中,我将向你们揭示一批睿智的投资者,他们能在 1987 年 10 月低迷的股市中保持清醒的头脑。最后,他们所持的股票价格回升,甚至获得了诱人的高额回报。而与此同时,一大批专业投资者却因使用其不甚了解的金融衍生工具而在 90 年代输得倾家荡产。

这是一本为个人投资者准备的简明投资指导书。内容涉及广泛,覆盖了从保险到所得税的诸多内容。它为投资者选择按揭贷款、设计个人退休金账户提供了很好的建议。除此之外,它还会教你如何购买人寿保险,如何避免被银行或经纪人算计,甚至还会教你如何进行金银、珠宝投资。本书虽然内容丰富,但也有一定的侧重点。本书的侧重点在普通股投资上。股票作为一种投资媒介,在过去,它给人们带来了长期、丰厚的回报;在将来,它的潜力也是无穷的。在本书第四部分有关“生命投资周期指南”中,将给各个年龄段的个人投资者提供具体的证券投资建议,帮助他们达到理财目标。

什么是随机漫步

“随机漫步”是指利用过去的表现,无法预测将来的发展方向以及具体的变动情况。在股市上,“随机漫步”是指股市价格短期内变化的不可预知性。对此,投资咨

询服务、收益回报预测、复杂的图表模型所作的努力都是无济于事的。华尔街的专家们忌讳“随机漫步”这个名词，学术界提出“随机漫步”，对于那些专业投资者来说，无疑是一种人身攻击。如果把“随机漫步”一词的逻辑内涵推向极致，无疑是将投资专家们殚精竭虑挑选出来的投资组合等同于蒙住双眼的猴子在股票报价表上用飞镖乱射所得到的股票。

衣着光鲜的金融分析师当然不喜欢与光屁股的猴子相提并论。他们讥讽那些热衷于方程式、希腊字符的学究们，说他们连瓷器店里的牛和熊都分不清楚，遑论股市涨跌。为了抗击学者的攻击，市场分析师们开发了两套标准技术。其一是基础分析，其二是技术分析（我们在第二部分中将详细讲述这两种方法）。对此，理论界人士也不甘示弱，他们用“弱式有效市场”、“半强式有效市场”、“强式有效市场”三种版本来扩大“随机漫步”的外延，并创立所谓“新投资技术理论”以回避实务界人士的反攻。“新投资技术”理论落脚在“贝塔”系数上，随后，我会揭露它并不是什么好玩艺。在90年代，少数学术界人士也改弦易辙，认为股市多少还是可以预测的。时至今日，我们仍能听见关于“股市是否可以预测”的争论。争论双方都有不达目的誓不罢休的决心，因为学者可以由此获取他们的终生教职，而专业投资家则可以获得更高的奖金。我相信你能从本书中体会到无穷乐趣，因为本书囊括了一台流行戏的全部要素——暴富、大亏——还伴有各种经典的点评。

在阁下开始阅读本书之前，请容我作一下自我介绍，

并向你展示作为一个向导，我所具有的实力。在本书中，我将展示我的三种身份，每一种身份对股市都有不同的观点。

我的第一种定位是市场分析师。自入行之初，我就供职于华尔街一家有名的投资公司，我在这里初露锋芒。可以说，我至今还是一个市场分析师，因为，我现在是一家投资资产超过 2 500 亿美元的保险公司的投资委员会主席，并且也是国内几家资产总值超过 4 000 亿美元的大型投资公司的董事。这些都是我的个人经历。未经世事的人是永远无法完全理解生活的真正意义的，对于股市，道理亦是如此。

我的第二种定位是经济学家。通过对证券市场和投资者投资行为的专门分析，我已经积累了一套完备的学术研究方法，并取得了大量关于投资机会的研究成果。我在本书中向你提供的意见大都建立在最新的研究成果基础上。

我的最后一种身份——毋庸置疑，我一生都在从事投资——是一个成功的投资者，有多少成功我不想披露。因为学术界有一个定律：教授是绝对不会因投资而盈利的，他们可能继承一大笔钱，也有可能“娶到”(嫁给)一大笔资金，可能花掉许多钱，但绝不可能靠投资股票赚钱，赚钱不属于学术问题。教授的专职是“奉献”——至少政客和总统们在制定教授薪水标准时经常这样讲。学者的追求应该是知识而不是高额回报。正是从投资者这个身份出发，我打算把我在华尔街的成功经验与阁下分享。

本书包含了许多数据和图表，你不必为此感到心烦。

我的目标是为金融新手提供可操作的、行之有效的投资建议。你无需任何专业知识准备，阅读本书所需要的，仅仅是兴趣以及让你的投资赚钱的热情。

投资是一种生活方式

让我先来解释一下什么是“投资”，以及投资与投机的区别。我认为，投资是一种以得到合理、可预见的以股息、利息或租金为形式的收入和长时期内价值增值为目的而购买资产的行为。投资与投机的区别在于投资收益回报的时间长短以及对回报的可预测性上。对这两种概念的区分，我们可以用“超人”电影中的例子作比喻。邪恶的路德认为加里福利亚将来会沉入太平洋，便在亚利桑那州[1]购买土地，大规模的建造价格不菲的海滨住宅，他干的是投机。反过来说，如果他购买土地的真实目的是长期拥有，并在前期对移民模式、房屋构架发展趋势和水源供应作过仔细考察，那么，他的行为可以算是一种投资。如果他还指望其购买的土地未来能产生固定的现金流回报，那我们就能更确定地说：他在做“投资”。

另外，我还想进一步澄清的是，本书面向的读者不是投机者。我不能承诺你会在一夜之间暴富，也不能像90年代最畅销的一本书那样，让你创造股市奇迹。[2] 事实上，本书的副标题应是：“逐步走向富裕”。请记住：你的

---

① 亚利桑那州是美国西部最荒凉的州之一，毗邻加利福尼亚州、内华达州和墨西哥，以沙漠著称。——译者注

② 指本套丛书中的另一本：《战胜华尔街》。——译者注

投资回报至少要等于通胀率，才算得上是盈亏平衡。

90年代后期，美国和大部分发达国家的通货膨胀率都已降到了2%的水平。一些分析师们相信：价格水平的稳定性将无限期地持续下去。他们声称，通货膨胀只是经济生活中的一个例外现象，而非普遍规律。在高新技术迅速发展的和平年代，价格水平将会保持稳定，甚至还会有所下降。在21世纪的前几十年中，通货膨胀危机发生的概率极小，甚至为零。但我认为，投资者不应忽视通货膨胀在未来某一时期加剧的可能性。我们无法作这样的假设："欧洲经济会一直保持两位数的失业率，日本以及新兴的市场将一直萧条下去。"而且，随着经济结构逐渐转向服务导向，生产力的提高将会更难实现。在21世纪，四重奏照样需要四位音乐家演奏，阑尾切除术也照样要由一位外科医生进行。如果音乐家、外科医生的工资随时间的增加而不断提高，那么，音乐会的门票和手术费价格将会随之上涨。所以，认为无需担忧价格上涨压力的想法是极其错误的。

即使通货膨胀率一直保持在3%～4%（已经远远低于70年代和80年代初的通货膨胀率），我们的购买力仍然会衰减。以下图表揭示了1962～1988年间平均4.8%的通货膨胀率对我们生活造成的影响：我早晨看的报纸价格上涨了1 100%，中午吃的巧克力棒的价格涨得更凶（其大小还比1962年我读研究生时小了许多）。如果通货膨胀率保持不变，到2010年，一份报纸要卖到1块多钱。很明显，即便要对付的只是温和的通货膨胀，也必须采取一些能保持实际购买力的投资策略。否则，我

们的生活水平将注定走下坡路。

通货膨胀的侵蚀

	平均值 1962 年	平均值 1988 年	增长百分比	复合年通货膨胀率
消费价格指数	30.20	162.80	439.1	4.8%
Hershey 巧克力棒	\$.05	\$.64	1 180.0	7.3
纽约时报	.05	.60	1 100.0	7.1
普通邮费	.04	.32	700.0	5.9
汽油(加仑)	31	1.19	283.9	3.8
汉堡(麦当劳双层)	28[a]	2.69	860.7	6.5
雪弗莱轿车(标准型)	2 529.00	22 500.00	789.7	6.3
冰箱	470.00	750.00	59.6	1.3

a 为 1963 年数据。

资料来源：1962 年的数据来自《福布斯》杂志 1977 年 11 月第一期；1988 年的数据来自各种政府和私人的数据统计。

投资之前，我们必须做许多前期工作，并且不能有丝毫的错误。在一些爱情小说中，常常会有豪门贵族因经营不善而倾家荡产的故事。谁又能忘记契诃夫(Chekhov)经典剧作中樱桃园被毁的可怕回忆？导致契诃夫家族衰败的根本原因不在于马克思主义而在于自由企业制度：他们没有管好自己的钱。就算你将所有资金委托投资咨询公司或共同基金管理，你仍须清楚地了解哪一种基金、哪一家投资公司最合适。如果你能善用本书提供的一些方法，你会发现，投资决策将变得轻而易举。

投资本身才是乐趣所在。假如你能通过自己的思考，去与那些巨无霸式的投资公司比试，而且获得了财产的增值，你定会感受到投资的无穷乐趣；当你目睹你的投

资回报是如何以高于工资增长的速度积累时，你定会为此兴奋不已；了解金融产品中的新理念、接触新的投资方法也很刺激。成功的投资者应该是一个全能选手，对任何事情都有好奇心，并用自己的智慧让自己变得富有。

投资理论

所有的投资回报——无论是来自普通股，还是来自稀罕的钻石，都会不同程度地受到未来事件的影响。这也正是投资的迷人之处。投资就是一场赌博，一场输赢依赖于对未来预期能力高低的赌博。传统上，投资机构的专家有两种资产价值评估方法：基本分析理论和空中楼阁理论。这两种方法的实践导致了上亿元的盈亏。更富有戏剧性的是，这两种方法本身是相互排斥的。如果你想作出理性的投资决策，你必须理解这两种理论，它们是避免冒失行动的安全保障。70年代，学术圈子里又产生了第三种投资理论，即所谓"新投资技术"，并在华尔街盛行一时。在本书后面的章节中，我将会详细解释并介绍它在投资分析中的应用。

基本分析理论

基本分析理论认为，每一种投资工具，无论是股票，还是不动产，都有一种可以称之为"内在价值"的固定基准。该种"内在价值"可通过对该种投资工具现状和未来前景的分析而获得。市场价格低于(或高于)内在价值之

日，便是买（卖）的机会到来之时。这是因为，市场价格和“内在价值”之间的差距最终会被市场所纠正——这也是该理论的核心所在。这样，投资便变成了一种枯燥乏味的、机械的价格比较过程。

很难把这个理论的发明权归功于哪个学者。S. 爱略特·基尔特（S. Eliot Guild）虽然经常提及市场价格与“内在价值”之间的差距，但最终对于这一理论作出实质性贡献，并计算出两种价格之间细微差别的，还是约翰·B. 威廉（John B. Williams）。

在投资价值理论这本书中，威廉提出了一种计算股票内在价值的公式。这一公式是以“股息收入”为计算依据的。为了尽力使演算变得简单，威廉在运算中引入了“贴现”概念。贴现一般是指“向后看”其收入，而非看下一年的收益。比如：你以5%的利率存入银行1美元，下一年你会得到1.05美元的收入。你先预期你未来的收益，再将它换算为现值。也就是说：下一年1美元的收入，其现值为95美分；那么我现在以5%的回报率投资95美分，一年后，我大约能取得1美元的收入。

威廉非常重视这一原理。他认为：股票真实价值等于其未来所有股息收益的现值（贴现值）。投资者应将其未来收益贴现到现在。由于当时很少人能完全理解这一原理，“贴现”一词一时流行起来。现在，它在投资者中已达到了普及程度。在耶鲁大学的埃尔温·费雪（Irving Fisher）教授（一位有名的经济学家、成功的投资人士）的支持下，基本分析理论在理论界的地位急遽上升。

基本分析理论的逻辑性极强，用它解释股票价格非

常适用。该理论强调，股票的价值应建立在公司未来可用于红利分配的利润现金流基础上。由此，我们可以推导出以下结论：股票价值随其股息和增长率的增加而增加。红利增长率差异是股票定价中的重要因素。股票定价中还掺杂着对未来预期这一不可靠因素。证券分析师不但要估计长期增长率，还要研究到底这种增长能够持续多久。当市场过分相信未来的收益增长能够持续时，华尔街的投资者们很有可能不仅是在贴现未来，简直就是在贴现来世。基本分析的要害在于，股票价值的估计建立在对未来收益增加的程度和增加期间的不确定预测之上。我以为，这样的股票"内在价值"，它的可靠性会大打折扣。

不仅是经济学家们信奉这种理论，由于格雷厄姆(Graham)和陶德(Dodd)的《证券分析》一书的宣传作用，华尔街的一代分析师均谙熟该原理。见习分析师都学过，理性的投资很简单，即在股票市价暂时低于其内在价格时买进该股票，然后在市价暂时高于内在价值时抛售。确定股票内在价格的公式多种多样，现在，任何称职的证券分析师只需轻松地敲敲电脑或者计算器的键盘便能快速得到股票的"内在价值"。本杰明·格雷厄姆和陶德方法最得意的传人可能要算沃伦·巴菲特(Warren Buffett)，这个来自美国中西部的、人称"奥马哈圣人"的投资者，在世界投资史上创造的一个神话，究其奥秘所在，是基本分析原理使然。

空中楼阁理论

空中楼阁理论偏重的是股票的心理价值。这一理论是1936年由著名经济学家、成功投资者——约翰·梅纳德·凯恩斯(John Maynard Keynes)第一次提出来的。在他看来,职业投资者并不喜欢把全部精力花在估计"内在价值"上,他们更乐意于估计大众投资者未来的行为模式,把他们赚钱的希望建成空中楼阁。成功的投资者能够估计哪些股票最可能被大众用来建造他们的空中楼阁,然后抢先购买这些股票。

凯恩斯认为:基本分析原理的工作量极大,其演算结果——"内在价值"的价值也是值得怀疑的。凯恩斯还将他所宣讲的投资理论付之于实践。当伦敦的金融人士还在嘈杂的办公室里用基本分析原理埋头苦算时,凯恩斯每天早上用半小时的时间躺在床上就将市场搞定了。这种"悠闲"的投资方式替他挣了几百万英镑,他所在的剑桥国王学院的捐赠基金价值也因此翻了9倍。

凯恩斯在大萧条时期声名鹊起,很多人在研究他关于刺激经济增长的理论。然而,并非阿猫阿狗都能"建立空中楼阁",或者猜到别人的想法。尽管如此,凯恩斯还是在他的《就业、利息和货币通论》一书中,用一整章的篇幅介绍了股市和投资者预期的重要性。

凯恩斯指出,在股市里,没有人能确切地知道影响未来收益前景和利息支付的因素。所以,"股市中大多数人所考虑的,并不是对所投资企业的整个生命周期作超长

期的收益回报预测，而是抢在公众之前预测到估价基础可能发生的变化”。换句话说，在对股市的分析研究上，凯恩斯以心理分析代替了传统的金融估价法。他在《通论》中这样写道：“如果你认为一项投资，用其未来的收益评估，价值为 30 美元，但是市场在 3 个月内对该项投资估价仅为 20 美元，那么，你现在花 25 美元投资该股票就是愚蠢的行为。”

凯恩斯用一种英国人最容易理解的方法来解释股市的技巧：心理分析法就好比媒体的“评美比赛”，游戏规则是：参与者必须从 100 张照片中选出 6 张最漂亮的面孔，而谁的选择最符合大众的普遍选择，谁就赢得奖金。

聪明的选手会注意到：要想赢，投票者个人的审美标准是无关紧要的，最佳选择是选择那些其他选手也喜欢的面孔。其他选手当然也懂得这个道理，所以他们的最佳策略也不是选择他们个人认为是最漂亮的面孔，也不是其他某个投票人所倾向的选择，而是估计大家互相估计的结果会是什么，当然还会沿着这个逻辑演化下去，像滚雪球一样，这就是英国“评美比赛”的一般规则。

用这一游戏作类比，可使空中楼阁原理的定价模型清楚明了。投资者之所以愿意为一项投资付出一定的价格，是因为他期望有人能以更高的价格购买该项投资。换句话说，证券本身的价格因其自身的预期而提高。新的买方总是期望有人以更高的价格购买其投资，如此循环下去。

这个世界总在不断地产生一些容易受骗上当的人。他们以高出你买入价的价格买进股票。只要有人肯买，

任何成交价都不算高。原因无它，完全是大众心理使然。而投资者的明智之举就是抓住机会，抢先出击。所以，又有人把此理论称作"博傻原理"。只要你发现有人会用5倍的价格买进你以真实价格3倍的价钱买入的任何投资，那么现在你以3倍于真实价格的价位购进股票，是完全正确的。

空中楼阁原理在金融界和学术界有大量追随者。其实，凯恩斯的选美游戏，亚当·斯密(Adam Smith)在《金钱游戏》一书中早就玩过了。斯密对股价决定的看法和凯恩斯完全一样。90年代以来，许多发达国家首屈一指的经济学院和商学院开始流行一种关于股市的"行为理论"，强调对大众心理的分析。再早一点，奥斯卡·摩根斯坦(Oskar Morgenstern)是应用该理论的大腕，他与人合著的《博弈论与经济行为》一书，不仅震撼了经济学界，而且对于证券投资策略和公司战略规划也产生了深远影响。1970年，他与克利福·格兰治(Clive Granger)合著了《股市价格预测》，书中指出，探寻股票的内在价格无异于水中捞月，在市场经济中，资产的价值取决于实际发生的或可能发生的具体交易。摩根·斯坦利认为，投资者应将以下拉丁箴言奉之为信条：

"价值取决于其他人愿意支付的价格。"

如何"随机漫步"

有了以上的介绍，接下来请跟我一起在投资的丛林中随便逛逛，最后我们会逛到华尔街。首先我要介绍过

去股市的一些重要变动，并依次说明前述两种投资定价理论。桑塔嘎纳（Santayana）曾警告过我们，“前事不忘，后事之师”。因此，在以下的内容中，我将向你展示一些以前或最近发生的、蔚为壮观的投机热。一些读者也许会嘲笑那些在17世纪的荷兰疯狂抢购郁金香球茎的公众和18世纪英国的南海泡沫事件中的傻瓜。但是，无人能忽视20世纪60年代初的“新股狂热”、70年代的“最优50股股票热”、80年代的生物技术泡沫、日本股价和地产的暴涨以及90年代初的暴跌，还有90年代后期的“因特网狂潮”。它们给了我们这样的警示：我们继续在犯过去的错误。

许多经验丰富的机构和投资专业人士也卷入了最近的一些投机中，在最近的几次投机热潮中，市场为贪婪所左右，每个人都急于兑现，这些情形交织在一起时，使得太多的投资者都表现得慵懒和马虎。

下面，我将用我的亲身经验来向你抛砖引玉。我相信，即便在这些投机热潮中，我们也能找到证券价格的合理的一面。在第一部分结束时，我将为你提供一些规则。这些规则会帮助你正确衡量证券价值，并让你避免犯那些职业投资经理犯过的错误。

第二章

人群的疯狂

十月，是投机股市最危险的月份之一，其他危险月份依次是：七月、一月、九月、四月、十一月，五月、三月、六月、十二月、八月和二月。

——马克·吐温(Mark Twain)

《傻瓜尔逊》

贪欲横流是历史上每一次经济过热的基本特征。为了追求金钱，市场参与者们将基本分析法置之脑后，热衷地认为他们也能在股市中大捞一笔，建成他们的“空中楼阁”。这种想法过去曾经充斥各国，将来还会不时地卷土重来。

投机心理的确是一个上演荒诞剧目的剧院。本节中将介绍其中的几出戏，其中所建立的“空中楼阁”包括荷兰“郁金香球茎”，英国

"南海泡沫"和美国老旧房产及蓝筹股。在这些事例中，一些人也曾短暂地获得回报，但最终幸免于难的人毕竟是凤毛麟角。

历史给我们的教训是：尽管空中楼阁理论可以解释投机者的行为，但是，将全部精力花在预测易变人群的反应，终究是一种极其危险的游戏。格斯特·勒·邦(Gustare le bon)1895年对大众心理作出过经典的论述：大众心理积累的不是智慧而是愚蠢。显然多数人没有读过这位先生的书。完全因大众心理而火箭般飙升的股市，最终也摆脱不了像地球引力一样的金融规律作用。不正常的股价可能还会持续几年，但终究会走向回归。突如其来的价格回归会像地震一般不期而至，升得越高，跌得越重。那些盲目追求空中楼阁的草率的投资者，很少有人能正确预见到这种"回归"，所以在股市摇摇欲坠时，无一幸免于难。

郁金香球茎热

郁金香球茎热是历史上投机性最强的一次致富狂潮。由于它发生在17世纪初较为保守的荷兰，因此，它比其他几次热潮更具有影响力。这场投机危机的导火线，是1593年一位来自维也纳的植物学家将一株起源于土耳其的特殊植物带到了雷敦(荷兰一市名)。荷兰人对这种花园里的新品种极其着迷，但对教授的要价敬谢不敏(本来教授打算拿这些球茎买个好价钱)。一天夜里，小偷闯进教授家中，盗走了球茎，虽然卖价稍低，但无本

生意自然赚头更大。

在接下来的大约 10 年里，郁金香开始广泛流行，并成为荷兰市民花园中价格不菲的园艺植物。后来，这些花感染了名为“马赛克”的非致命病毒。然而，正是这一病毒，引发了郁金香投机狂潮。“马赛克”病毒使郁金香花瓣产生了色彩对照鲜明的细纹，使得这种受过感染的郁金香球茎（bizarsses）价格直线上涨。一时间，人们形成了这样的共识：球茎越奇异越值钱。

慢慢地，郁金香风靡起来。首先是球茎商们像服装生产商预计大众对布匹、衣服、裙摆的偏好一般，简单地对下一年最流行的郁金香球茎的色彩样式进行预测。然后，他们会额外购进大量的球茎并储存起来，待价而沽。没多久，球茎价格急遽上升，人们开始认为：球茎卖得越贵，人们就越觉得它是一种最优的投资选择。查尔斯·美可（Charles Mackay）在他名为《梦幻回忆录》一书中，按时间顺序记载了这一事件，并谈到：荷兰的传统工业因人们对郁金香的狂热而下滑。“贵族、市民、农民、商人、海员、足球运动员、女佣，甚至扫烟囱的师傅和老裁缝们，都沉醉在郁金香的投机热潮中”。所有人都以为：人们对郁金香的狂热会永远持续下去，世界各地的投资者将云集荷兰，以荷兰人开出的任何价格求购郁金香。

那些起初认为价格不会上涨的人，看到亲戚朋友个个满载而归后，无不捶胸顿足，懊恼不已。很少有荷兰人能抵制住这场投机活动的诱惑。这场闹剧从 1634 年一直持续到 1673 年初，人们不惜拿地皮、珠宝、家具等东西来换这小小的郁金香球茎，为的是后者更值钱。此时郁

金香球茎的价格已经变成天文数字。

金融市场的高创新能力在于：当市场出现对能增加投资机会的金融工具的需求时，市场必定能提供该种金融工具。而此时，供郁金香投机者放大他们资金效率的金融工具是“看涨期权”，与当今市场上盛行的股票期权一回事。

“看涨期权”赋予权利的持有人在特定时间内以一固定价格（通常接近于当前市场价格）买进郁金香球茎（要求实际交割）的权利。同时，购买者必须支付相当于市价15%～20%的“期权费”。例如，买一个敲定价格为100荷兰盾的郁金香球茎看涨期权，要付20荷兰盾的期权费。当价格上涨至200荷兰盾时，期权所有人便要执行期权：以100荷兰盾买进的同时，即刻以200荷兰盾价格转手抛出，可以赚到80荷兰盾的利润（买卖差价100荷兰盾减去期权费20荷兰盾）。就这样，投机者投下去的20荷兰盾翻了两番。而若以100荷兰盾购进现货，再以200荷兰盾卖出，则其本金仅翻了一倍。用“期权”进行投资，只需垫付小部分本金，便可获得成倍增长的收益。期权交易是进行杠杆投资的一种办法，它对投资潜在回报（风险）起到加倍作用。这种方法保证了市场的高度参与性，今天亦是如此。

这段历史是一台悲喜剧。其中一幕是一位刚返航的水手，将一船新货刚刚到岸的消息告诉了一位富商。富商为了犒劳他，请他吃了一顿配有上等青鱼的早餐。席间，水手看到餐桌上有一只“洋葱”，觉得这与锃亮的银器，华丽的天鹅绒地毯极不相称，便将它作为开胃菜吃掉

了。但他万万没有想到，这并不是一只普通的“洋葱”，而是一只价格昂贵的 Semper August us 郁金香球茎，它的价格足够一船船员一年的生活费。水手为他的开胃菜付出了惨重的代价——变了脸的商人以重罪起诉他，并将他收监几个月。

现在，一些历史学家开始重新解读这段历史。一些金融历史学家在重新研究了各种“金融泡沫”中的不同现象后坚信：那个时期的定价确实有它的合理性。彼得·加伯（Peter Garber），一位旨在翻案的历史学家，认为 17 世纪郁金香定价比今天公众所想象的要合理。

加伯的一些观点确实是正确的，而我也并不认为在郁金香球茎热中，球茎的价格连一点合理性都不存在。比如说，就罕见、漂亮的 Sempter Augustus 品种来说，根据加伯的调查，该种郁金香在投机热潮出现前就已经价格不菲了。而且，在郁金香价格全面崩溃后，一些特殊的、稀少的郁金香价格仍然高昂。尽管此时价格只是其顶峰时期的几分之一。但是，加伯却未能找到合适的理由来解释，为什么在 1637 年 1 月，以 20 倍速度增长的郁金香球茎价格，在 2 月份会以超过 20 倍的速度全面滑坡。很明显，这是所有投机狂潮的共性：价格最终上升到令人不安的水平，有人开始清仓，时隔不久，其他投资者也尾随清仓。就如同雪球滚下山一般，气泡泄气的速度越来越快，顷刻间，整个市场便为惊惶所笼罩。

内阁部长们纷纷站出来宣布，郁金香球茎价格暴跌毫无道理——但此时人们已经听不进去了。交易商破产，无法如期履行购买义务。因此，政府制定了一项计

划：即要求买方按原价的10%履行合约。但当郁金香球茎的市价跌到低于合约价格10%时，该计划也不得不宣告破产。这时，郁金香球茎的价格仍在下跌，直至变成了一堆一文不值的废物，其标价还不抵一个普通的洋葱。

而那些在这场游戏刚刚开始时，便将郁金香球茎一售而空的投资者，其境况又如何呢？归根到底，他们也逃不脱这场郁金香闹剧的惩罚，因为在此之后，整个荷兰经济普遍陷入了长期的萧条。总而言之，这场危机中，无一人幸免。

南海泡沫

如果你的经纪人给你打电话，向你推荐一家既无销售额、又无利润但前景看好的公司。你会问：什么行业？"管它什么行业，只要你投资于该公司，我保证你赚大钱"，经纪人答复说。你会断言说："这是赌博"。你说得没错。然而，在300年前的英格兰，这样的事情已经司空见惯。你可以想象，投资者会因此而遭受多么大的损失。下面的故事将向你展示的是：贪婪的人是如何受欺诈、心甘情愿将其财产交付他人的。

在南海泡沫那个时代，英国人可以算是富得冒油。英国经济的长期繁荣带来了高额的储蓄，但用于投资的却很少。那时候，拥有股票是一种特权的象征。直到1693年后期，东印度公司还只有499个股东。拥有股权带给他们多条获取回报的途径，还不谈他们所获得的股息是免税的。股东中也包括女人，因为股票在当时是为

数极少的几种英国妇女可以以自己名义持有的财产之一。1711 年成立了南海公司，其初衷是恢复投资者对政府偿债能力的信心。公司承担了价值近 1 000 万英镑的政府债务，作为对价，英国政府将南海地区的贸易独占权授予了该公司。公众认为，南海公司会由此种贸易独占权而获得巨额利润，因而对南海公司股票情有独钟。

南海公司从一开始就干损人利己的事。根据政府安排，政府债券的持有者拿自己持有的债券换成南海公司的股票。有人事先掌握了政府的计划，便将市场上按 55 英镑折价交易的政府债券统统吃进，当南海公司成立时，又将其手中的政府证券按面值转换为南海公司每股面值 100 英镑的股票。尽管当时南海公司的董事中，无一人有在南美进行贸易的经验，但这并不能阻碍其以最快的速度开出了黑奴贩运船（奴隶贸易因其丰厚的利润而成为南美贸易的显著性标志）。然而，即便是从事这种不道德的冒险，该公司也并未在南美贸易中盈利，因为黑奴贩运船上的死亡率极高。

虽然经营水平不怎么样，但南海公司的董事们在保持公众形象上倒是很有一套：他们在伦敦租下一套豪宅，在董事会会议厅摆设了 30 把以山毛榉为原料、镀金钉子镶嵌的豪华大班椅（看起来很漂亮，其实坐着并不舒服）。与此同时，一整船维拉克鲁斯[1]急需的羊毛绒却被运往卡塔黑纳[2]，结果烂在码头上没人买。奇怪的是，在随后

① 墨西哥港口城市。——译者注
② 西班牙港口城市。——译者注

几年中，公司股票虽然经过股票股利除权，其间英国、西班牙之间的海战还导致南海贸易暂时中断，但股价不但没跌，还略有上涨。《南海泡沫》历史小说的作者——约翰·白纳特(John Blunt)先生，当时是南海公司董事和南海股票的主要推销人，自述在那段日子里，他终日右捧福音书，左捧计划书，从来不敢让右手了解左手干的勾当。

在英吉利海峡的另一边，一个名为约翰·劳(John Law)的英国人，在被放逐到法国后，创立了另一家股份公司。劳的人生目标是以纸币取代贵金属，发行更多的政府支持的全国性纸币。为了进一步实现他的目标，劳收购了一家濒临破产的密西西比公司，并着手将其建成当时规模最大的混合企业集团，即使放到今天看，这家公司也算得上是超级大公司。

密西西比公司吸引了整个大陆的投机商和他们的资金。“百万富翁”一词即是源于这个时代。这一点也不奇怪：两年内，密西西比公司的股价从每股 100 法郎上涨到了每股 2 000 法郎，尽管这种疯涨毫无道理。在它达到最高潮的时期，密西西比公司的总市值已超过了法国全国保有的金银价值总和的 8 倍。

面对密西西比公司的巨大成功，在海峡对岸的英国，一些权贵中间开始滋长某种“爱国情绪”。他们想，为什么所有的资金都拥人了法国的密西西比公司？英格兰将如何应对？答案是，要靠南海公司与之竞争，正好此时南海公司的境况有所好转。另外，在 1719 年 12 月，英国与西班牙停战后，传来了通往南美的贸易已无障碍的消息。

还有，据说墨西哥人也正准备用他们的金矿换取英国充足的棉花、羊绒制品。凡此种种，因缘际会之下，南海公司的好日子终于来临了。

1720年，南海公司董事会（一群贪婪的家伙）决定由公司承担价值3.1亿英镑的全部政府债务，他们打算以此增加公司的信誉。这个动作实在是太冲动，不过社会公众很喜欢。当英国议会正式通过与此内容相关的法案后，南海公司的股价一下子从原来的每股130英镑涨到了每股300英镑。

所有支持法案通过的权贵，都以一种变种的"期权"的方式得到了贿赂：他们不付一分钱就得到一定数量股票的买权。南海股价上升后，这些家伙就可将股票卖回给南海公司，白赚价差。这帮人中，包括乔治一世的情妇和她的那些"侄女们"。

1720年4月20日，就在法案刚刚通过的第五天，南海公司以300英镑/股的价格发行新股。新股的认购可以采用分期付款的方式：先支付60英镑的定金，余下的部分可分8次轻松付清。连国王自己也无法抵挡这样的诱惑，他认购了价值为10万英镑的股票。在股市上，投资者们也为争抢购股票打起架来。在这种情况下，股价不会不涨，他们的行为算得上是明智之举。短短几天时间里，股价涨到了340英镑/股。为了满足公众的需要，南海公司董事又宣布了另一项发行计划——这次是400英镑/股。在贪欲的驱使下，公众在1个月内将股价推到了550英镑/股，股价上升趋势仍然有增无减。6月15日，又一新计划出台了。这一次，付款的方式更为灵活

了——10%的首付，其余部分应在 1 年内结清。股价一下涨到了 800 英镑/股。贵族院一半的上议员和平民院超过半数的下议员都开始认购股票。最后，股价超过了 1 000英镑/股，投机热最终达到了顶峰。

此次投机热中，满足那些盲目跟风的傻瓜投机者需要的还不仅限于南海公司，投资者本身也在不断地寻找其他能够按"地板价"买进的公司股票，就如同今天的人们正寻求下一个因特尔和微软一样，在 17 世纪初的英国土地上，投资者们也在寻求下一个南海公司。公司的发起人有义务筹措证券增发计划来满足公众无法抑止的投资需求。

随着时间推移，新的融资计划层出不穷，其间有聪明绝顶的，也有愚蠢透顶的，一应俱全。例如，为了使盐湖的水变得更加清凉，又从西班牙进口了大批在英国已是供过于求的牡蛎。慢慢地，不少发行企划书带有了欺诈的内容，例如用锯末制造板材。这段时期内，总计出现了 100 多种方案，一个比一个夸张，一个赛一个虚假，但每一个方案又确确实实给了公众获得无限利润回报的希望。这些方案逐渐有了自己的名字——"泡沫"。这是最恰当的形容词了，它们膨胀得飞快——通常一个星期就够了。

似乎任何股票都有人抢着买。所以，这一时期的公司为了融资，其融资计划简直让人眼花缭乱：造船反海盗，支持英格兰马匹养殖业的发展（有两项方案都是基于这一目的而设立的），买卖人的头发，为私生子设立医院，从铅中提取抽银，从黄瓜中抽取阳光，甚至制造永动机

……

发行计划的大奖要归于某个佚名的天才，他设立了一家“能产生大量收益，而具体业务尚不清楚”的公司。该公司计划书所承诺的回报是闻所未闻的。每天早上9点，股票认购行的大门一打开，各行各业抢购股票的投资者便蜂拥而至。5小时内，就有1 000个投资者将资金交到他手上。还好，这家伙不算贪心，收了这点钱他就关门大吉，从此杳无音信。

但是，不是所有泡沫公司的投资者都相信这些所谓的发行方案的可行性。他们太清楚这些东西到底是什么鬼玩艺儿。然而，由于他们对“博傻理论”深信不疑，他们坚信价格总会上涨，下一个买家总会出现，而他们也能因此盈利。这样一来，大多数投资者都认为自己投资行为具有合理性。一定时间以后，他们就能在二级市场上出售股份以获取利益。

厄运总是降临在那些可笑之人身上。记录这次投机热潮结束的是一盒印有“南海”的纸牌。每一张纸牌上都印有一个泡沫公司的漫画，在漫画下面有一首贴切的小诗。这其中，有一幅漫画，画的是帕克机械公司，它生产既发射方形加农炮弹又发射圆形炮弹，还同时能够发射子弹的武器。这张红桃8的下面的小诗写道：

杀人的天才发明，
只消灭国内的傻瓜，不打击外国的敌人，
别担心，我的朋友
这可怕的武器
它只会伤害买它股票的人。

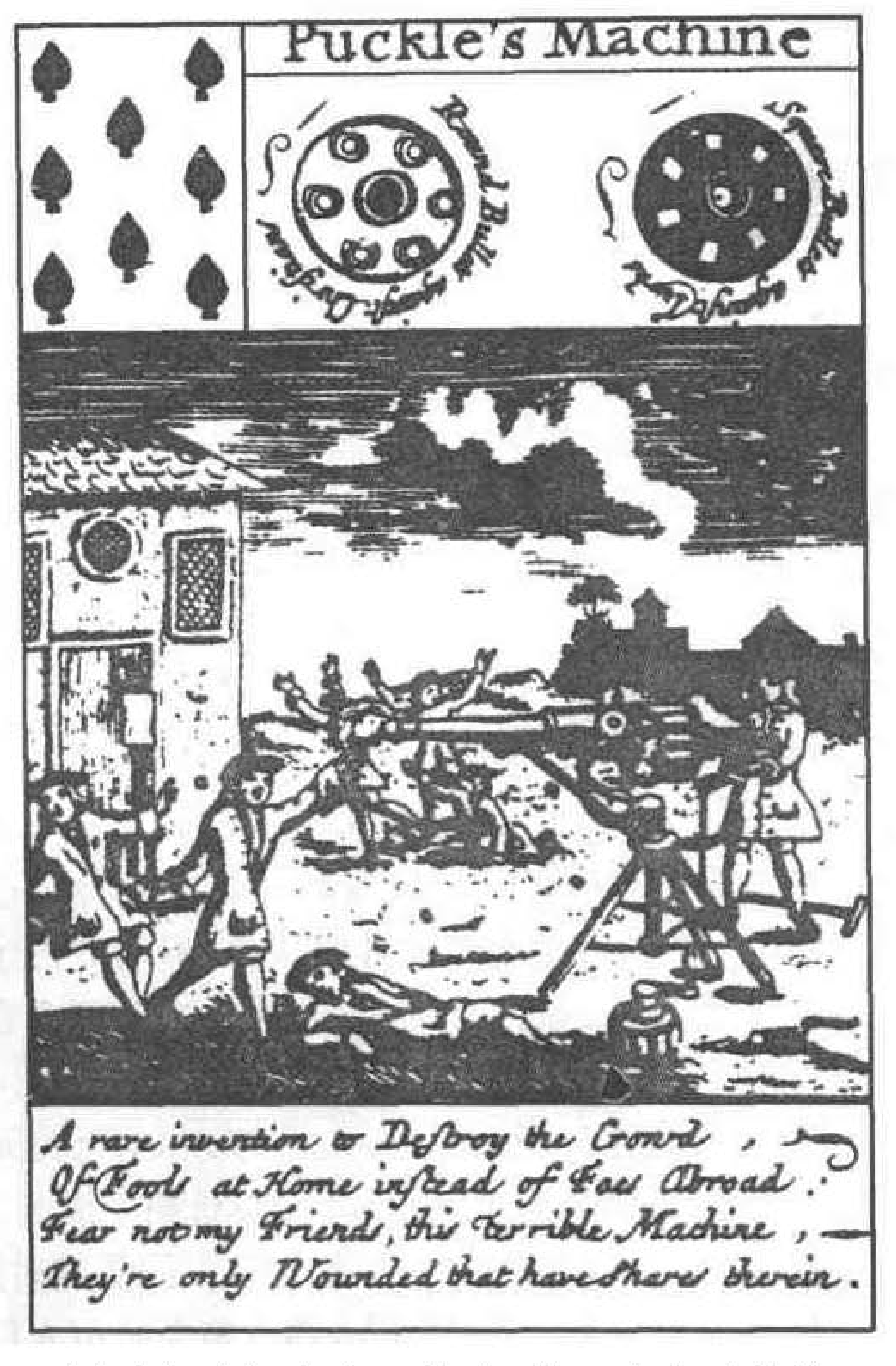
泡沫一次次地破裂，并未能减少投机者的热情。在8月，南海遭受了一次灭顶之灾。追根溯源，这次灾难是由南海公司的董事和高级管理层一手造成的。他们发现公司股价与经营业绩之间的差异如此离谱，于是决定在当年夏天把个人持有的公司股票全部抛空。

消息一泄露，股价立刻下跌。不久，整个市场就因股价的一泻千里而处于极度恐慌中。政府官员为重树投资信心而付出的努力也不见成效。公众对于南海公司的信心已经完全崩溃，无法挽回。同样，公众意识到通货的过量发行只会导致通货膨胀，并不创造任何实际价值，密西西比公司的股票也因此成了废纸一堆。"南海泡沫"危机中的大输家包括大名鼎鼎的天才科学家伊萨克·牛顿(Issac Newton)，他惊呼到：我能计算天体的运动，却无法探知人群的疯狂行为。这就是空中楼阁理论的生动体现。

为了阻止公众更为荒谬的举动，英国国会通过"泡沫法案"，禁止任何公司发行股票。直到该法案1825年被废除，一个多世纪里，英国市场上只有很少几种股票在流通。

佛罗里达的地产热

郁金香热和南海泡沫已经算得上是古代历史。在更高级的现代社会里，同样的事情会重复上演吗？让我们来看看在20世纪里发生的一些投机热潮吧：1920年代，在美国这个充满机遇的土地上，也同样上演了一出出闹



剧。正因我们强调自由和繁荣，美国人亲手导演了两场人类文明史上最为壮观的投机热潮和最惨重的崩盘。

这一时期本身就是一个最适合产生“投机热”的温床：整个国家出现持续增长，经济空前繁荣。人们对美国

经济信心百倍。如同卡尔文·库里奇(Calvin Coolidge)所说的:"美国的事业就是做生意"(The America Business is Business)。美国商人就像虔诚的传教士一般,受人尊敬。这样的比喻,甚至倒过来说也一样。纽约广告代理商布鲁·巴顿(Bruce Barton)在《无名小卒》中写道:耶稣是"第一个生意人",他的寓言"堪称有史以来最经典的广告"。

20年代,人们对美国经济充满了信心。正是这一乐观态度,促成了全国上下的房地产和股市投机热潮。很自然,在征服了整个北美大陆的美国,现在要向房地产投机热潮投降了。这场投机热潮的最大中心地之一即是20年代中期的佛罗里达。那儿气候宜人,人口增长速度快,导致住房供不应求,地价暴涨。全国各地的投资者都被佛罗里达的投资神话所吸引,纷至沓来,希望也能获得2倍至3倍的投资回报。另外,宽松的贷款条件对这场投机更是火上浇油。土地投机者们认为:不动产市场绝对没有下跌的危险。这一论调几乎与荷兰人在郁金香球茎热中的论调一样。

同时,一些媒体又开始报道:1923年以80万美元购进的棕榈滩,分成小块后出售,1924年总价格上涨到150万美元,1925年进一步升至400万美元。在鼎盛时期,迈阿密有75 000个不动产代理人,约占整个城市人口的三分之一。

跟所有的投资狂热一样,这场投机热潮最后也不可避免地走到了尽头。到1926年,市场供过于求,不动产市场出现了价格的下跌。投机者们只得割肉出局,进而

引发了整个市场的崩溃。

华尔街下了个蛋[1]

应该说，有了最近一次佛罗里达的惨痛教训，华尔街的投资者不会紧接着再犯相同的错误。然而与后面情况相比，佛罗里达投机热潮只能算是一个序幕而已。从1928年开始，股市投机几乎成为一项全民爱好。1928年3月至1929年9月的18个月间，股市涨幅抵得上1923年至1928年6年间的累计涨幅。主要工业企业的股价持续上涨，有时甚至达到了每天增长10到15个百分点。个股涨幅详见下表。

证券	1928年3月3日开盘价(元)	1929[a]年9月3日最高价(元)	18个月内增长(%)
美国电话电报公司	179.5	335.675	87.0
伯利恒钢铁公司	56.875	140.375	146.8
通用电气公司	128.75	369.25	207.8
蒙哥马利和沃特公司	132.75	466.5	251.4
全国现金出纳公司	50.75	127.5	151.2
美国无线电公司	94.5	505	434.5

a:所列数值已按1928年3月3日以后的股权分割和所受到的股息、红利进行了调整。

当然，不会是"所有人"都在股市中投机。不过，借钱买股票(保证金交易)总值从1921年的10亿美元增加到了1929年的接近90亿美元。虽然说1929年总共也只

① 美俚，喻演出失败。——译者注

有大约100万人进行保证金交易，投机热潮却同前几次一样，覆盖了整个国家，在程度上更是有过之而无不及。更重要的是，股市投机已经成为文化的中心。约翰·布鲁克斯(John Brooks)在《在戈尔柯达》[1]一书中讲述了一位英国记者刚到纽约时的亲身经历：在与人聊天时，你们会瞎扯关于禁酒、海明威、空气状况、音乐、马术等问题。但聊着聊着，总会谈到股市上来，一提到这个话题，交谈就开始正经起来。

不幸的是，股市中成千上万个笑容可掬的操盘手，实在太愿意帮助公众们建立"空中楼阁"了。股市操纵不断刷新违规纪录。投资团伙(Investment Pools)即是首恶。短短4天时间，他们就使得美国无线电公司的股价价格上涨了61个百分点。下面，我来为你解释一下，投资团伙是如何操纵股票市场价格的。

投资团伙对内需要成员之间的紧密合作，对外则要同仇敌忾。一般来说，投资团伙包括多个交易员，联手操纵某一只特定股票的价格。他们会聘一位团伙经理(可以算得上是个操纵市场的艺术家)，相互保证不会通过设私仓进行交易来侵犯其他成员的利益。

团伙经理会花几个星期秘密建仓某种股票。可能的话，他还买一点该股票的看涨期权，比如说3个月或6个月的期权。接下来，他会把证券交易所大厅里该股票的专家经纪人拉下水作为援手。

① 戈尔柯达是印度的一个城市，传说中，路过该城市的人都会变得富有，但该城市现已不存在。

团伙成员在专家经纪人保驾下开始炒作。在证券交易所，专家经纪人的作用就如同经纪人的经纪人。当股票交易价格为 50 美元/股时，你向你的经纪人发出 45 美元/股的买进指令，你的经纪人一般会将该指令转给该专家经纪人。当股价跌至 45 美元/股时，专家经纪人执行该指令。所有限价指令由专家经纪人记在他私人的记录本上。现在，你大概懂得，专家经纪人对于投资团伙意味着什么了吧？专业证券商的小册子里记录了买入或卖出证券的价格与市价的差距。知道公众投资的底牌越多，对于制定投资方案就越有利。真正有趣的还在下面呢！

一般来说，这时候，团伙经理人会组织成员相互进行对倒交易。例如，在股价为 40 美元/股时，哈丝卡卖给辛迪 200 股。然后，再以 $40\frac{1}{8}$ 的价格买回。然后，再以 $40\frac{1}{4}$ 的价格买进 400 股，以 $40\frac{1}{2}$ 的价格卖出。接下去，以 $40\frac{5}{8}$ 的价格买进 1 000 股，再以 $40\frac{3}{4}$ 的价格卖出。所有的交易记录都被自动电传报价机记录在其纸带上。这些记录给成千上万拥人全国各地证券公司的投资者造成了这样的印象：大庄家正在建仓呢！

接下来，受团伙经理控制的专栏作者和股评家开始散布利好消息。如果公司管理层也被团伙经理拖下水的话，上市公司消息面也配合得天衣无缝。如果不出意外，在 1928 年至 1929 年间浓厚的投机气氛当中，公众必定上当无疑。

一旦公众资金人场，操纵团伙的狂欢节就来临了，他们开始择机放水。公众一边买，团伙一边卖。开始还慢慢抛，后来越抛越快，而公众对此却是毫不知情。最后，

团伙成员赚了大钱，而公众却捏了一大把突然缩水的股票。

不拉帮结派，单枪匹马也能干得成欺诈。许多个人投资者，尤其是那些公司董事和经理，自己单干也能做得很漂亮。当时美国第二大银行——大通银行的总裁，艾尔伯·温格(Albert Wiggin)就是例子。1929 年 7 月，温格发现股价已经达到令人目眩的高度，对继续做多感到惴惴不安(据谣传，此前他通过与投资团伙合谋炒大通股票，已经赚了上百万的利润)。由于对自己银行股票的前景极不看好(可能是因为其前期的投机过度)，于是，他卖空了大通银行 42 000 多股股票。卖空方式是一条能在股价下跌时赚钱的途径。如果预计股价会下跌，你可以卖掉并未持有的股票。与"低价买进，高价卖出"的赚钱之道完全一样，只是顺序反过来，先高价卖，再低价买。

温格的时机选得很准。在他"卖空"股票不久，大通银行的股价就开始下跌。到秋天危机开始的时候，大通股价更是一泻千里。11 月，温格最终结清账户时，他已经通过"卖空"方式获得了数百万美元的净利润。很明显，与自己公司股东之间的利益冲突并未给温格带来麻烦，因为从表面上看，这段时期中，温格在大通银行的股权并未发生任何变化。不过，今天的法律对于内部人为获得利润、交易本公司股票的短期操纵行为已经明令禁止。

1929 年 9 月 3 日，股价指数达到了顶峰，此后 25 年都没能超过这一记录。经济的持续繁荣突然结束，一般的商业活动在数月前就已经开始走下坡路。第二天，市

场上的股价就开始波动，并一直摇摆不定。9 月 5 日，股市严重下挫，人称“巴巴逊中止”。

“巴巴逊中止”是为了纪念来自曼彻斯特威尔士利公司的金融顾问罗杰·巴巴逊(Roger Babson)而命名的。罗杰·巴巴逊留着一撮山羊胡，长着一副淘气的面孔，身体极其虚弱。在一次正式的金融界午餐会上，他宣称，“我在过去两年一直说的股市的崩溃，现在看来是近在咫尺了”。过去华尔街的专业投资者们对这位“威尔士利圣人”的言论曾经不屑一顾，一笑置之。

如巴巴逊的这次讲话所说，近几年来，他一直在预测危机的到来，到现在终于兑现了。下午 2 点，当巴巴逊的讲话一出现在新闻显示板上(道·琼斯金融新闻显示板，当时全美经纪行所必备的设备)，股价就开始跳水。在当天交易的最后一个小时内，有 200 万股股份转手，AT&T 的股价跌了 6 个百分点，西屋电器降 7 个百分点，美国钢铁跌了 9 个百分点。一个月前，人们对巴巴逊的预言还难以置信，现在一下子成了众人谈论的焦点问题。

投资者的信心动摇了。在股市历史上，9 月本来就是多事之秋。股价下跌，政府官员和银行家对公众宣传说，没什么大不了的，不要恐慌。股票“内在价值”理论的先驱之一，耶鲁大学的埃尔温·费雪教授也亮出让他一辈子难以洗刷的愚蠢观点，他认为，股价正处于一个“永不跌落的平台”。

10 月 21 日，星期一，股市崩溃中最经典的一幕开场了。由于股价下跌，券商们要求保证金交易客户提高保

证金水平。而公众要么没钱，要么不愿意追加资金，于是乎，券商们只好强行平仓。股票跌得越凶，追加保证金要求来得越急，抛盘越汹涌，于是乎，股价陷入恶性循环。

10 月 21 日全天成交量达到了 600 万股。价格线大幅下降，成千上万的交易者看到这种表现，无不灰心沮丧。该天股市停盘后，电传自动报价机几乎用了 1 小时 40 分钟的时间才记录完全部交易。

费雪教授还不肯低头，他把下跌解释为“将那些精神濒于崩溃的保证金交易疯子们振荡出局”。他坚持认为，现在是经济繁荣时期，股价还没有反映出它们真实价格，还可以再高一点。不谈其他，单是“禁酒”运动的好处就还没有完全体现出来，他声称“禁酒肯定会提高美国工人的生产力和可靠性”。

10 月 24 日，人称“黑色星期四”。全天成交量接近 1 300万股。有时候每笔交易会导致股价下跌 5 美元甚至 10 美元。几小时内，不少个股跌了 40～50 个百分点。第二天，赫伯特·胡佛（Herbert Hoover）总统作了最为臭名昭著的论断：“国家的经济基本面……仍然是健康的、繁荣的”。

1929 年 10 月 29 日，星期二，纽约证券交易所历史上最灾难深重的一天。恐怕只有 1987 年 10 月 19 日、20 日在交易所发生的股灾才能与之匹敌。全天成交量超过了 1 640 万股（注意，当时 1 600 万股，相当于 1999 年 20 亿股，因为目前上市的总盘子更大），股价几乎成直线下跌。下表揭示了 1929 年秋天和以后三年内股价下降的情况。1932 年达到低谷时，除了“相对比较安全”的

AT&T 股价只下降了 3/4 外，大多数蓝筹股下降了 95%，甚至更多。

证券	1929 年 9 月 3 日每股最高价(美元)	1929 年 11 月 13 日每股最低价(美元)	1932 年每股最低价(美元)
美国电报电话	304	197.25	70.25
伯利恒钢铁	140.375	78.25	7.25
通用电器	396.25	168.125	8.5
蒙特高美沃德	137.675	49.25	3.5
全国点钞机公司	127.5	59	6.25
美国广播公司	101	28	2.5

资料来源：根据 1929 年 9 月 3 日股票分割和红利调整。

对这场灾难最准确的概括可能要数《变化》(Variety)这个财经栏目。它以“华尔街下蛋了”为题命名它的头条文章。风暴结束后，价值上亿的股票和几百万人的梦想随之灰飞烟灭。而这以后，又迎来了美国历史上最具灾难性的大萧条。

眼下同样有一些翻案派历史学家提出，20 年代后期股市上的疯狂行为并不全无道理。例如，哈罗德·伯曼(Harold Bierman)在他的《1925 年之谜》一书中指出，除非有人能够完全预测未来，否则没有理由说 1929 年的股价明显偏高，因为表面看起来当时的整个经济毕竟是欣欣向荣的。不管怎么说，连少数公认有头脑的人，比如费雪和凯恩斯都相信，当时的股价很合理。[①] 另外，伯曼还指出，如果不是当时联储实行了不合时宜的货币政策，股

① 不过，到 1929 年，费雪不得不承认，以前的高股价“部分是由公众在购买股票时缺乏谨慎考虑的冲动所致”。

市中的极端乐观气氛本来是可以慢慢纠正的。在他看来，联邦储备委员会为了惩罚投机行为而提高利率的举措促成了这次危机的爆发。伯曼的观点有它合理的成分，今天的经济学家也还在严厉指责美联储在1930年放任货币供应量急遽下降的货币政策，认为这是导致30年代大危机的重要原因。总而言之，历史给了我们一次深刻的教训：股价（一般商品或服务的价格水平也如此）骤然上升后，要想软着陆不是一件容易的事。即使美国经济繁荣能够持续到30年代，股价也不可能保持在20年代后期的水平上。

除此之外，封闭型投资基金份额的反常表现（这部分内容在14章中将详细介绍）也从一个侧面反映出20年代股市的不合理性。封闭型投资基金的价值"基础"，是持有股票的市值。1930年后的大部分时间内，这些基金份额只能按基金资产总市值的8折折价交易。但在1929年1月至8月，一般的封闭式基金份额却有50%的溢价，而一些知名基金的溢价比率更是高得吓人。高盛公司以其市值2倍的价格出售基金份额，"三角大陆"公司管理的基金份额售价是其市值的256%。这好比说，你要么通过经纪人以当前市场价格购人AT&T的股票，要么通过购买基金份额以市价的2.5倍的价格购人AT&T的股票。你别以为我把小数点放错了位置，基金份额的市价的确是其基础资产价格的2到3倍。很明显，缺乏理性的投资热情促使这些基金份额的价值远远超过了其持有股票的市场价值。

后记

为何人总是健忘？为什么投机者不吸取以往的惨痛教训？我解释不了。但我相信，伯纳德没说错，分析这些投机事件有助于投资者在股市中生存下去。根据我的个人经验，市场的输家往往是那些不能抵制住诱惑的投机者，就如同郁金香球茎热中的投机者一般。说句实话，要从股市赚钱也并非难事(本书将在后面部分告诉你，哪怕是用飞镖往《华尔街时报》上乱戳，选中的股票也很可能获得不菲的长期回报)，难的是如何抵制诱惑，始终保持理性的头脑，不受短期、快速致富投机热潮的干扰。

悲剧还在不断发生。我的一位朋友白手起家，积攒了一笔小小的财富。这时候，他发现了一只名为"阿尔法数码"的股票。除了名字时髦，这家公司还声称它能给电脑输入法带来革命性的变化。而我的朋友就上了钩。

我请他在投资前作一些事先的调查，分析在现有的市场规模下，这家公司通过股价已充分反映出的未来巨大利润到底有多少可能性(该公司目前还没有盈利)。他非常感谢我的提醒，却没有接受我的意见，说股价不是由公司的收益、红利这些"基本面"所能决定，而是建立在人们的期望和梦想之上的。他说"股票定价的历史足以证明他的看法。'阿尔法数码'已经让盯盘的人为之兴奋不已，想象出了各种空中楼阁的版本。不要再犹豫，赶快去买进。"于是，我的朋友抢在他想象中"更傻的傻瓜"之前入了市。他以每股80美元的价格抢购了"阿尔法数码"，

接近该股票的巅峰价格。而这之后，股价骤然下降到了每股 2 美元。我朋友的财产也所剩无几，比他起家之前还要穷。避免重新犯这些错误，可能是使资金保值、增值的重要能力，道理很简单，当然，忘记它更容易。

第三章

股票定价:60年代至90年代

万物均有其魂灵,有心人方能发现。

——刘易斯·卡洛尔

《爱丽斯漫游奇境记》

大众发起疯来的场面的确很壮观。我前面援引的一些投机事件和其他一些投机热潮的教训使得越来越多的投资者愿意将其资金交给专业投资者进行管理。专业投资者了解市场变化的细微因素,也是能谨慎投资的人。今天人们发现,投资者手中的一部分资金(有些甚至是全部)到了机构投资经理手中,由他们来具体运作养老基金、退休基金、共同基金、投资咨询公司,以及其他相似的投资基金。虽然公众可能会在投资中失去理性,但机构投资者是绝对不会的。用特里逊(Tennyson)的一句话来形容:

这些机构有着忠诚之心和高尚的思想。听起来还不错，下面就让我们来看看机构投资者都干了点什么。

机构投资者的“智慧”

20世纪90年代后期，机构投资者包揽了纽约证券交易所交易量的90%以上。与60年代相比，这个数字可谓是增长迅猛，60年代，机构投资者的交易量还不到总交易量的一半。当然，在机构投资者占主导地位的股市上，股市的游戏规则发生了巨大的变化。专业投资者精确、繁琐的演算总该可以避免过去股市上的过分狂热吧。

然而，在1983年，一家公司在没有销售额，而只有生产家用机器人计划的情形下，便准备向公众公开发行股票，打算筹资1亿美元。在过去40年机构投资者占主导地位的股市中，股价变化之快，数量之大，用个股“内在价值”的预期可能变化来解释也好像不通。

譬如，在1955年通用电气公司公开宣布，该公司的科学家制造人工钻石获得成功。虽然公众都清楚，人造钻石卖不了宝石的价，用作工业用途，价钱又太贵，但是，市场还是开始骚动起来，不到24小时，通用电器总市值增长了4亿美元，大约是当时全球钻石总销售额的2倍，工业用钻石销售额的6倍。不错，股价上涨并非是新发现有什么价值，而是因为该公司潜在的建立吸引投资者的“空中楼阁”的可能性。一时间，投机者们蜂拥而入，第二天一开盘，该公司的股价就涨到位。

1988 年，强生公司宣布，它的一种原先作为处方药研究多年的、治疗痤疮的新药——RETIN-A，现在按非处方产品推出，市场将会比原来预期的更大。临床试验结果也表明，经常使用 RETIN-A 能消除衰老肌肤的皱纹。消息一宣布，强生公司的普通股价格立刻上涨了 8 美元，公司总市值增加了大约 15 亿美元。而到 1998 年，RETIN-A 每年的销售额也才刚超过 1 亿美元。不过，通用电气和强生公司的股东算是幸运的，其他方面的因素促使这两家公司的业绩逐年上升。

1998 年，花旗银行和旅行家集团宣布合并。合并后新公司的总市值增加了大约 140 亿美元。这一数字相当于当时其他一些大公司如卡内基、西格拉、波士顿银行的市场总值。两家公司的首席执行官认为，合并有助于提高公司的竞争力，提供了大量相互交易的机会，还促成了所谓"协同效应"。合并行为受到了投资银行和股评人士的欢迎。然而，且不谈大型公司相互合并很少能提高公司的竞争力，相互代销金融产品也很少成功的先例，臭名昭著的"协同效应"在大多数合并中更是被证明为没戏。过度反应没多久，公司市值的增长就蒸发了。

当然，我们不能从几个孤立的事例中归结出普遍真理。但事实说明，从 20 世纪 60 年代到 90 年代，专业投资者的确也卷入了几次标准的"投机运动"。每一回，专业投资者积极抬高股价，原因都不在于他们认为当前股价低于其内在价值，而是因为他们想"博傻"，等着更傻的傻瓜用更高的价钱吃进他们手中的股票。由于这些投机活动与当前的股市密切相关，我想刚才对机构投资者所

作简介可能会对阁下有点用处。

发飙的60年代

新"新时代":成长型股票热和新股发行热

1959年,我刚进入证券行当。在那个时代,"成长"是一个充满魔力的词汇,人们认为它的重要性无以伦比。成长型企业,比如IBM和德克萨斯仪器公司的市盈率超过80倍(一年后,它们的市盈率分别降到20多倍和30多倍)。

在那时候,如果有人怀疑这些股价的合理性,绝对会被当作疯子。若用"基本分析原理"来分析,这些价格简直是天方夜谭。可是投资者们坚信,一旦进入神奇的60年代,还怕没有人出更高的价格吃进这些股票?作为空中楼阁理论的始作俑者,凯恩斯勋爵如果地下有灵,肯定也会偷着乐。

我很清楚地记得,我那家公司的一位高级合伙人边摇头边说,凡是40岁以上经历过1929～1932年投机热潮的人,绝对不会去买这些高价成长股。但年轻的炒手们可不这么看。《新闻周刊》引用了一位经纪人的话说,投机者们总认为他们的股票"会在一夜之间翻倍,可怕的是,这种事居然发生了"。

更糟糕的还在后面,在这个发飙的60年代,发起人为了满足投资者对太空时代股票永不满足的需要,拼命地发行新股。1959～1962年间,新股发行量达到空前水

平。人们对新股发行的狂热程度可以和南海泡沫时期一比高低，其中的欺诈行为也一样多。

这一时期人称“电子狂热”，新股名称几乎都与“电子”沾点边，根本不管公司的业务是否与电子工业有关系。新股的认购者们根本不关心公司究竟是生产何种产品，只要它们听起来与“电子”有关，越是神秘兮兮越有人要。例如，美国音乐协会，其经营业务是上门向顾客推销留声机和唱片，为了上市，将公司名称改为“太空旋律”，该公司的股价发行价每股2美元，一周后就上涨到14美元。

玩的就是公司改名这个把戏。一时间出现了无数以“trons”和“onics”为后缀的公司（意为电子的——译者注），比如 astron，pustron，unlcatron，transitron，circutronics，suproics，videotronics，electronics，等等。有家公司更可笑，什么好听的词儿都不放过，结果拼凑出一个名字叫做“powertron ultrasonics”。[①]

德雷弗斯公司的老板对这场热潮作了如下幽默的评述：

一个有40年历史、生产鞋带的小公司，本来只有6倍的市盈率。一时兴起，把“鞋带公司”改名为“电子硅片动能催化公司”（electronics and silcon furth-burners）。按市场行情，加上“电子”和“硅片”要值15倍的市盈率。但是，真正唬得住人的还是那个见鬼的“动能催化”，谁都

① 这些无中生有的怪名字实在无法翻译，读者尽管把它们往电子上靠就行了。——译者注

搞不清楚它葫芦里面卖的什么药，不过越怪越好，单凭它就能使公司的市盈率再翻个倍。这样，该公司以前 6 倍的市盈率加上 15 倍的市盈率，总和为 21 倍。翻 1 倍，改名后公司的市盈率达到 42 倍。

在后来对新股发行的调查中，证券交易委员会披露了相当多的欺诈和市场操纵现象。例如，有些投资银行，尤其是一些小盘股的承销商，经常是自己捏住一部分新股，不把它卖掉。结果股票一上市就好像出现"惜售"，致使股票价格飙升。在对一个上市首日就翻了数倍的"热门股"的调查中，证券交易委员会发现，有相当一部分分销商是等到股票上市后，价格上涨到较高水平后才开始卖的。证券交易委员会还发现，许多承销商将热门股分发给了公司的内部人，比如合伙人、亲属、官员以及其他给过好处的券商。其中有一家，竟把 85% 的新股卖给内部人，而非按规定卖给公众。

下表记录了这一时期新股发行价及其发行后股价的变化情况。至少在一段时间内，新股认购者确实赚到了钱。一些公司，如博登电子(Boonton Electronic)和美国地球物理公司(Geophysics Corporate of American)的股票在本来就已经很夸张的初始发行价格上又有大幅度地提高。投机热情高涨，以至于妈妈甜点(Mother Cookie)一类的公司也不甘寂寞，梦想着改名后会一夜成名，于是也加上了时髦的后缀，变成"Mothertron's Cookitronic"。10 年后，这些公司的股票多数已变得一文不值。

证　券	博登电子	美国地球物理	太空水疗技术	妈妈甜点
发行时间	1961年3月6日	1960年12月8日	1960年7月19日	1961年3月8日
发行价格	5.5	14	3	15
上市首日成交价	12.25	27	7	23
1961年最高价	24.5	58	7	25
1962年最低价	1	9	1	7

注:每股外加1股认股权证。

这帮证券交易委员干什么吃的?不是已经将发行规则"买方需谨慎"变为"卖方要谨慎"了吗?新股发行之前不是要向证券交易委员会备案吗?为什么这些上市公司(及其承销商)发表含有错误和误导内容的招股说明书不受到惩罚?

你说得不错,证券交易委员会也确实发挥了一些作用,但根据法律,它对一些不法行为只能袖手旁观。只要上市公司向投资者提供过标准格式的招股说明书,证券交易委员会就无法插手干预。例如,这段时间内的公开说明书封面一般都印有以粗体字形式的"警示":

警告:本公司无任何资产、也无任何收益,在可预见的将来也无能力派发股息。股票是高风险投资。

这就像香烟盒上的警告达不到禁止人们吸烟的作用一样。"投资可能会威胁你的财富"等诸如此类的话,并不能遏制那些不顾一切拥向股市的疯狂投资者拼命扔钱。证券交易委员会所作的只能是警告,而不是禁止投资。新股认购者坚信股价会上涨(无论公司的资产状况、

过去的交易记录如何)，使得承销商的问题变为如何在这些抢购人群中分配股票，而不是如何才能卖得掉这些新股。

欺诈和操纵行为又是另一回事。对此，证券交易委员会是能采取一些措施的，并且也已经采取了一些强有力措施。许多不知名的证券经纪行因在新股承销中的市场操纵行为而被证券交易委员会以“侵吞财产”罪名而吊销执照。

但是，证券交易委员会的人手毕竟很有限。所以，问题解决的关键还在于公众对此所持的态度。当公众沉醉于快速致富的梦想里而不能抵制任何诱惑时，任何事情都有可能发生——而且经常发生。要是公众不贪婪，市场操纵者就无计可施了。

“电子热”1962年落下了帷幕。年初股价出现反转，5个月后，便产生了骇人听闻的抛售狂潮。成长股(哪怕是优质股)比大盘跌得更厉害。昔日的热门股如今变成了竞相抛售的垃圾股。

然而，许多专业投资者矢口否认其在投机上的“鲁莽行为”。他们把股价的下降归结为肯尼迪总统在发展钢铁工业上的强硬态度，要不然钢铁股本来是可以带动股价回升的。

另外有一些人虽然承认这是一场投机热潮，但也只是轻描淡写地说1961年的成长型股票只是稍微“高了一点”。还有少数人争辩说，你向后看再说股价高了或低了，有什么用？极少数人根本不认账，坚持说，任何时候都没人能够断言股价合不合理。

协同产生能：混合型公司热

我前面说过，金融市场的能力是在于市场需求什么产品它就能推出什么产品。投资者向往的产品应能带给投资者每股预期收益的增加。如果产品或公司的名字体现不出收益的增长前景，公司就得另想办法。60年代中期，有些天才的企业家发现，增长原来用一个单词就能表现，这个单词就是"协同效应"。

协同效应意味着2+2=5，所以，将两个拥有200万盈利能力的公司合并起来，经过整合，就能产生500万的盈利。这种充满魔力的、神奇的、有厚利可图的创新就叫做"混合公司"(Conglomerate)。

虽然说当时的反垄断法禁止大公司收购同行企业，但跨行业的并购却不会受到司法部的干预。在"协同效应"的号召下，完成了不少并购。显然，合并后的企业集团的融资能力得到增强(以较低利率借入资金的能力有所加强)，通过利用互补品的分销渠道，企业的营销能力得到了增强，高层管理天才施展身手的舞台也有所扩大，人事、会计等管理部门人员的工作效率也大大提高。所有这些都促成了"协同效应"。这是合并企业销售额和收益增长的原动力，却恰恰是原先单个企业办不到的。

事实上，20世纪60年代合并风暴的主要原动力是因为合并过程本身(而不是随后的企业运作)能使每股账面收益增加。真相是，混合企业的经理更希望招募专业的金融人才，而不是那些有能力提高被收购企业经营水平的专家。这样，他们只需轻易地用一点障眼法，便能够

把一组根本无潜力可挖的企业合并在一起，从而使每股收益逐渐增加。下面的例子最能够说明这一问题。

假定有两家公司：一家电子行业的爱博电路公司（Able Circuit Smasher）和一家生产巧克力的贝克尔糖果公司（Baker Candy）。每家拥有发行在外的 200 000 股股票。1965 年，两家公司均有 100 万美元的年利润，每股收益均为 5 美元。假定无论合并与否，两家公司的收益均保持不变。

但是，两家公司的股价却不一样。前者是电子公司，电子行业平均市盈率为 20 倍，与其每股收益 5 美元相乘，所以它每股 100 美元；而贝克尔糖果公司所属行业不是那么热门，市盈率只有 10 倍，与每股收益 5 美元相乘，每股市价 50 美元。

爱博公司的管理层想要成立混合企业集团，向贝克尔的股东提出了收购要约，条件是以 2∶3 的比例换取后者的股份。也就是说，贝克尔公司的股东能以其价值为 150 美元的 3 股股票换取爱博价值 200 美元的 2 股股票。这是一个让人心动的收购方案，贝克尔公司的股东很愉快地接受了要约，批准了上述合并事项。

现在，我们建立了一个新的混合企业集团，取名为“协同公司”（Synergoninc）。新公司发行在外的股票变为 333 333 股，[①]收益总值达到了 200 万美元，每股收益上升到 6 美元。这样，到 1966 年合并完成后，我们发现，

① albe 最初的 200 000 股加上合并中用来交换的 baker 的 200 000 股所给付的 133 333 股，总共是 333 333 股。

合并后企业的收益增长了 20%。按照爱博公司合并前20 倍的市盈率计算，“协同公司”的股价涨到 120 美元。原来两家股东的决定是正确的，大家都满载而归。另外，被收购的贝克尔公司的股东在出售新公司股份前，无需就其获得的利润上交税收。下表的前三行可以让你对以上情况一目了然。

	1965 年合并前		1966 年第一次合并后		1967 年第二次合并后
公司	爱博	贝克尔	协同	查理	协同
收益水平（美元）	1 000 000	1 000 000	2 000 000	1 000 000	3 000 000
在外发行股数量	200 000	200 000	333 333	1 000 000	433 333
每股收益（美元）	5.00	5.00	6.00	10.00	6.92
市盈率	20	10	20	10	20
股价（美元）	100	50	120	100	138

一年后，协同公司又发现了查理公司。查理公司有100 000 股发行在外股票。每股收益为 10 美元，总利润100 万美元。作为一家风险相对较高的军火公司，查理公司的市盈率只有 10 倍。因此，其每股市价为 100 美元。协同向查理公司提出了 1：1 换股的收购要约。查理公司的股东很乐意用其每股市价为 100 美元的股票换取协同公司价值为 120 美元的股票。到 1967 年底，合并后的企业集团拥有 300 万美元的收益，在外发行 433 333 股，每股收益约为 6.92 美元。

在以上例子中，混合企业集团账面上发生了利润率提高。然而，在混合企业集团中的三家企业，实际都没有增长。头脑简单的投资者翻看他们的“股市投资指南”，可以查找到该企业集团的如下财务数据：

每股收益：

单位：美元

	1965 年	1966 年	1967 年
协同公司	5.00	6.00	6.92

显然，协同是一只成长股，其非凡的业绩使它取得了一个很高的并有可能进一步提高的市盈率。

这场游戏的关键在于电子公司将其具有较高的市盈率的股票与其他公司相对低市盈率的股票进行交换。糖果公司当初只能以其每股收益 10 倍的价格出售股票。而当它与电子公司合并后，总收益（包括出卖巧克力的收入）能以 20 倍的价格出售。协同公司进行合并的次数越多，每股收益增加的速度越快，其股票的市盈率就越高，从而使该股票具有更大的吸引力。

整个过程有点像“连锁信”——只要合并后企业每股收益保持几何级数增长，就不会有人受到伤害。当然，这一过程不可能永远持续下去，那些从一开始就买了该股票的投资者，可能会开始获利了结。难以置信，华尔街的专业投资者是如此盲目，他们被混合企业集团游戏弄得神魂颠倒。而且，这一情形存在了好些年。可能是因为“空中楼阁”原理让他们相信，总有其他人会被游戏所迷惑。

协同公司的故事是混合企业集团获得收益增长的典

范策略。除了以“以股换股”外，还有多种合并花样。譬如以可转换公司债券(或可转换优先股)换取目标企业股票。可转换公司债券是公司的债务，是公司承诺以一固定利率偿还债务的书面凭证，持有人可自由选择将其转换为发行公司的普通股。只要被收购目标子公司的收益高于可转换债券的利息率，合并后新公司每股收益增长会比直接换股方式更快。这是因为，新公司股本总数没有增加，合并后企业每股收益的分母(股票总数)会比直接换股方式更小，所以每股收益增加得更快。

有一个公司在收购计划中极富创造力，使用了不付现金红利的可转换优先股。[①] 作为补偿，此种“可转换优先股”转成普通股的价格每年都进行调整，持有期越长，可以转换为越多的普通股。华尔街的老手对这些新生的证券都惊叹不已。

难以置信的是，这些可转换债券或优先股的持有者似乎没有考虑到其所持有的证券转换为普通股后，对每股收益会产生稀释作用。为了避免公司操纵利润，现在的相关法律规定，公司必须考虑可能转换为普通股的总数量，披露“完全稀释”后的每股收益。但在60年代后期，大多数投资者忽略了这些细节，面只满足于收益的稳步上升。

自动喷灌公司(Automatic Sprinkler Corporation)(后来改名为“A-T-O有限公司”，接下来又在它谦虚的

① 可转换优先股与可转换公司债券相似之处在于，优先股的股息也是公司的义务。但无论是本金，还是优先股的股息均不被视为公司的债务，公司在偿付上有较大的自由度。当然，在以上例子中，公司根本就不派发现金股利。

首席执行官福格(Figgie)的一再要求下改名为“福格国际有限公司”)是60年代利润操纵游戏的好例子。1963～1968年间,公司的销售额增加了1 400%,这一成绩完全归功于公司的并购操作。1967年中期,短短的25天时间内完成了4次合并。被收购企业都是一些市盈率较低的企业。于是,合并后公司的每股收益急遽增加。当时,市场对这一“增长”作出了积极反应,1967年新公司的市盈率提高到50倍,公司的股价从1963年大约每股8美元涨到了1967年每股73⅝美元。

福格,这个自动喷灌公司的总裁,为了在华尔街建立空中楼阁,开展了公关活动。他四处向人喷灌这家组织松散的公司的能力以及公司对新技术的适应性。为了突出他作风稳健,他向外界宣称,他的每一次并购决策都是在经过对20～30家公司进行比较研究后才作出的。华尔街的投资者对他的一言一行都显示出了极大的兴趣。

华尔街的骗子还不止福格一个人。其他混合企业集团的经理在迷惑投资者的过程中也发明了许多新鲜的词汇。他们谈及市场矩阵、核心技术、结构化建筑模块以及太阳黑子增长理论。虽然华尔街的投资者中无人能真正理解这些词汇的具体含义,但他们却对自己处于技术主流而感到兴奋不已。

混合企业集团的经理人还发现了一些包装其收购企业的新方法。譬如,船厂改名为“海运系统公司”,锌矿改称“太空金属分部”,钢铁厂叫做“材料技术分部”、锁厂变成“安保服务分部”。如果碰巧遇上某个缺乏绅士风度的证券分析师(毕业于纽约城市大学,而非哈佛商学院)小

心翼翼地问：一家铸铁厂或是一家肉店，怎么可能获得15%～25%的增长率？企业集团经理的典型回答会包括：企业集团专家的高效率工作节省了上百万的支出，企业集团中市场调研人员已经发现了几个新市场，2年内实现利润翻3倍的目标是轻而易举的事……除此之外，企业集团经理在早饭时间还在谈公事，礼拜天与其员工谈工作计划。所有这些使得不明真相的投资者对企业集团形成了这样的印象："企业集团员工工作勤奋，公司竞争力强，工作氛围轻松"。

合并使得企业集团股票的市盈率越来越高。下表列出了1967年部分企业集团的股价和市盈率：

	1967年		1969年	
证　券	每股最高股价(美元)	市盈率	每股最低股价(美元)	市盈率
自动喷灌	73⅜	51.0	10⅞	13.4
林敦产业	120½	44.1	55	14.4
特勒地利	71½	55.8	28¼	14.2

注：根据后来的拆股而有所调整。

1968年1月19日，企业集团的美妙乐章开始变调了。那天，企业集团的大哥大——林敦产业集团宣布，第二季度的收益将比预期的少很多。10年来，该企业平均以每年20%的速度增长，投资者们是如此信赖该企业的业绩，对此消息简直让人难以置信、震惊。紧接着，市场开始了抛售浪潮。企业集团板块股票起稳之时，股价已经平均下降了接近40%。

后来情况变得更糟糕。7 月，联邦交易委员会宣布，它将会对混合企业集团的收购行为进行深入的调查，股价又一次下跌。证券交易委员会和会计师组织也开始行动，统一并购行为中的信息披露规范。牵一发而动全身，抛售指令如泉涌般拥入交易所。然后，证券交易委员会和控制垄断的律师协会对企业并购的增长速度表现出了极大的关注。

这一投机所产生的后果给我们两点启示。首先，企业集团有它致命的弱点，即难以对其迅速扩张的庞大分支机构实施有效管理。投资者也开始对企业集团的加法效应有了一个清醒的认识：2 加 2 肯定不会等于 5，一些投资者甚至怀疑 2 加 2 连 4 都得不到。其次，政府和会计机构开始关注合并的速度并怀疑可能存在滥用合并的趋势。投资者的这两种考虑降低甚至消除了合并带来的乘数效应——按照合并后预期利润增长乘以一个更高的市盈率得到更高的股价。这又进一步使游戏本身已变得不可能，因为如果要继续游戏，收购公司的市盈率应该大大超出被收购企业的市盈率。

如前表所反映，收益下降和市盈率下降均会促使企业集团的股价急遽下降。专业投资者在这场“抢椅子游戏”中是摔得最惨的。大多数的互助基金和养老金基金都认购了企业集团的大量股票。如此看来，“空中楼阁”并非是个人投资者的专利，机构投资者也未能免俗。更有趣的是，到了 80 年代、90 年代，企业集团的解散又开始盛行。许多原有的企业集团为了促进收益增长而开始剔除那些与主营业务关系不大、管理不善

的原被兼并企业。

不少企业集团在卖掉它们的子公司时采用了80年代一种流行的新工具——杠杆收购(LBO)。在杠杆收购,买方(通常是子公司的经理层在专业证券商协助下)只需垫付总股本的一小部分资金,其余部分资金靠借款取得(大约占90%甚至更多)。另外,税务局还允许被收购企业增加其可折旧资产基数。借款的高利息支出和资产折旧增加两方面因素使新企业在一段时间内只承受较低的税收,甚至根本无需缴税。如果一切进行顺利,股东还可能获得意外利润。前财长威廉·西蒙(William Simon)在80年代杠杆收购才出现时,就用该种并购方式买下吉布森贺卡公司(Gibson Greeting Cards),挣了数百万美元。80年代早期的几次杠杆收购是非常成功的。但在80年代末,随着杠杆收购方式的普及,为收购而支付的价格以及借款额均急遽上升,这些交易大多不甚理想。80年代末90年代初,经济景气程度有所下降,那些因支付的高利息费而负债累累的公司开始陷入财务困境。90年代初,大量计划不周的杠杆收购引发金融动荡,不仅伤害了一些个人投资者,许多银行和寿险公司也未能幸免。

"业绩"流行:概念股泡沫

被混合企业集团扇了一耳光之后,投资基金经理们又开始搜寻下一个神奇卖点。他们从那个始乱终弃的"协同效应"回到了"业绩"这个古老的概念。很明显,如果组合中股票的价值增长比其他基金组合快,这样的基

金份额一定会很好卖。

短期内，许多基金都这样干开了。1967年，弗雷德·卡尔氏（Fred Carr）备受瞩目的企业基金获得了117%的投资回报（包括股息和资本增益）。紧接着，1968年，该投资基金又获得了44%的回报。与此相比较，1967年、1968年两年的标准-普尔500指数涨幅分别为25%和11%。良好的表现促进了基金份额的销售，其他一些表现良好的投资基金也同样如此。此时，投资者们不再是赌"马"，而是赌起了"骑师"。

这些骑师是如何操作的呢？他们的投资组合策略是"动态选股"选择那些可以讲出好"故事"的股票，一旦发现还有更好的"故事"，马上换股。这一策略一度取得了成功，模仿者纷至沓来。跟随者很快便享有了"荣誉基金"的名头，基金经理也被人们称为"年轻的神枪手"。如泰利兰特（Talleyrand）所说，"没有比成功更成功的事了"，在那时候，大量资金流入了所谓"业绩"基金。

业绩游戏迅速波及各种投资机构。如同20世纪90年代后期，某些政客鼓吹社会保障基金应该投资普通股以迅速增值一样，在20世纪60年代后期，企业的经理们也在考虑，是否可以将企业退休基金的债券投资转化为具有高增长潜力的普通股投资，以节约养老金占支出成本的比重。甚至有一些大学的捐赠基金的管理者也受到了"业绩"压力。福特基金的麦克乔治·邦迪（McGeorge Bundy）是这样斥责大学的基金管理者的：

没有证据表明大学基金的受托人可以为他们带来的盈利而得意。我们意识到，非传统投资的确具有

高风险，但是，检验资金运营业绩的标准应是其取得的成就，而非那些体面人的印象。我们现在的初步印象是，从长期看，谨慎导致的成本要比过度风险承担和草率的投资还要高出许多。

20世纪60年代后期，整个华尔街都是"业绩"投资的天下。基金经理所接受的指令非常简单明了：将你所持有的资金集中分布在相对较少的几种股票上，如果发现更好的股票，立即抛掉现有的组合。由于近期业绩尤为重要（投资服务机构开始出版共同基金月度业绩记录），基金经理最好是选择那些具有让人兴奋的概念和背后有可信的、有说服力的"故事"的股票。你要注意的仅仅是：现阶段，市场对你股票的优点是肯定的。至于将来如何，则在所不问。于是乎，"概念股"便产生了。

即使这些关于概念股的故事有点瑕疵，但只要投资经理人确信，公众心目中的市场预期与此相符即可。"年轻的神枪手"们开始不愿再像传统的证券分析师那样干，他们只需要知道宾州中央铁路公司有几条铁路线，而不能告诉你该公司何时会破产。一位华尔街的"神枪手"告诉我："我懒得去分析，我要的只是一个好故事或者一个好概念"。马丁·迈耶（Martin Mayer）引用过一位基金经理的话："从我们早些时候听到这些故事起，我们就知道，只要接下来几天足够多的人也听到这一故事，股价就一定会上涨。即使故事不是真的也无妨。"华尔街的许多投资者都以为这是一个激进的新投资策略，其实凯恩斯早在1936年就这样干了。

最后变成"概念"满天飞。以柯迪斯·雷德尔（Cor-

tess W. Randell)为例，他的概念是：面向年轻人市场的年轻人公司。他本人是NSM(全美学生市场)的奠基人、总裁和主要股东。首先，他向公众树立了一个富裕、成功的形象。他个人拥有名为史努比的白色直升飞机，在纽约华尔道夫大厦(Waldorf Towers)有一套私人公寓，在弗吉利亚有一座仿古城堡，还有一艘游艇。为了强化他在公众中的形象，他的公司还为他配置了一套昂贵的高尔夫球棒。而这套高尔夫球棒只有在深夜，他的办公室清理工清扫地毯上的纸屑时才会派上用场。

雷德尔把大多数时间都花在拜访金融机构上，经常用直升飞机机载电话与这些金融机构的人员交流，像南海泡沫的始作俑者那样出售他的"全美学生市场"概念。他的真正职业应该说是福音传播者。他兜售给华尔街的概念是：一家为年轻人提供专门服务的单一公司。可是，NSM却是通过合并渠道来实现其最初的增长，就像1960年的混合企业集团。不同之处在于：每一家子公司都或多或少地与以大学适龄青年为对象的市场有关。子公司出售杂志、书籍、磁带、海报、假期工作指南、学生通讯录、生活娱乐计划、电脑服务、机票、汗衫以及各种各样的消费产品。还有什么公司比利用"年轻人"亚文化创造的面向年轻人的概念股更能吸引华尔街那些"年轻的神枪手"？对啊，这股票里有的是"青春活力"，不容错过。不少新闻机构向公众发布来自公司总部的各种信息，雷德尔公司盈利前景越来越乐观。

这个美好的故事中当然也能找到瑕疵(在一些极富创造力的会计师的帮助下，公司的收益增长模仿了60年

代初混合企业集团的路数），但是“概念”投资者们购买了大量的公司股票，并忽略了所有问题。当杰瑞·蔡（Gerry Tsai）的曼哈顿基金也认购了价值500万美元的120 000股后，情况已经很明显，雷德尔已获得了华尔街“业绩”投资者的信赖。甚至有一些保守、权威的投资机构，如银行家信托投资公司（Banker Trust）、摩根保证信托（Morgan Guaranty）和波士顿老资格的道富基金（State Street Fund）也开始入股。养老金基金，包括美国信托投资公司（美国最大的信托投资公司）也为其大多数的基金账户认购了股票。大学捐赠基金的经理，受麦克乔治·邦迪的刺激，也开始争先恐后地为了“业绩”拥入到这一场抢购热潮中。哈佛、康奈尔和芝加哥大学认购了“全美学生市场”的大量股票，邦迪本人也保持了言行一致：向来以保守出名的福特基金同时也开始认购大量股票。

下表列出了“全美学生市场”和其他几只概念股奇高的股价和惊人的市盈率，每一种股票的机构投资者持有量也列示。很明显，机构投资者和普通大众一样，在建立“空中楼阁”方面也不愧是行家里手。

证券名称	美国四季护理中心	全美学生市场	业绩系统公司
最高股价（美元）1968～1969	90¾	35¼[a]	23
最高市盈率	113.4	111.7	∞
机构持有者数量1969年末	24	21	13

续表

证券名称	美国四季护理中心	全美学生市场	业绩系统公司
最低股价（美元）1970	0.20	0.875	0.125
下降百分比	99	98	99

注：根据后来的拆股调整过。

除了"全美学生市场"外，还有其他的一些概念股。比如医疗保健概念也吸引了无数的投资者。随着人口的老龄化，国家及私人医疗保险计划的推行，这一行业的某些公司一定会赚大钱。美国四季医疗中心看来便是这"某些公司"中的一家。不少全国最大、最有进攻性的互助基金买进了该公司的股票。

该公司以"发烧"的速度扩张，其中所需的大部分资金来源是通过发行债券来解决的。这些债券外面包了一层"糖衣"—— 每一单位债券都附有一"认股权"(俗称股票添头 equity kicker)，可以通过该认股权以既定的价格购入一定量的"四季"普通股。这样一来，倘若股价持续上涨，债券持有人就可以行使其认股权，从而获得额外的利润。债券的发行量越来越多，然面，似乎没有人为公司的债务比例高过了传统"谨慎债务比例" 面担心。因为，现在流行新概念，游戏规则也变了。最后，1970 年 6 月 20 日，四季公司根据《破产法》第 10 章起草了"公司重组申请书"。

曼尼皮尔(Minnie Pearl) 的概念是我们关于这段时期的最后一个例子。曼尼皮尔是一家经营堂吃外卖的特许快餐连锁公司。为了赢得金融圈子的青睐，把它的名

字改为“业绩系统”(Performance Systems)。对那些“业绩”导向的投资者来说,还有比这更好的名字吗?在华尔街上,其他不叫这个名字的“玫瑰”闻起来可没这么香!图表中该公司的市盈率写为∞,表明该公司的市盈率倍数为无穷大,因为在股价达到最高点的1968年,业绩系统根本就没有任何利润可供股价去作除数。这家公司和上表所示其他上市公司后来在股市上的表现倒的确是不凡,只是完全与投资者的期望相反。

为何这些股票在股市上的表现如此糟糕?一个最普通的答案是:这些股票市盈率的过分膨胀已经失去了理性。如果一只股票的市盈率一下子从原来的100倍变为比较正常的20倍,你就会因此损失80%的投资。除此之外,当时大多数概念公司在经营上也出现了严重的问题。原因多种多样:扩张过快、负债过高、管理失控等。这些公司的管理层多数由最初发起者担任,而非那些深思熟虑的职业经理人。另外,欺诈行为也司空见惯。证券交易委员会曾披露,“业绩系统”的会计报表存在欺诈和误导。同样,“全美学生市场”的老板雷德尔也被控股票欺诈罪而入狱8个月。

当1969~1971年熊市到来时,这些概念股急遽下降,其速度可与其当初上涨的速度相当。最后,职业投资者欺骗了所有的人。虽然,追求“良好业绩”无可厚非,但是,日复一日地盲目竞争抢开“第一枪”的结果却很可怕。

酸楚的70年代

最优50种股票

20世纪70年代，华尔街的专业投资者们发誓要回归“理性的原则”。概念股的神话破灭后，流行起了蓝筹股投资热。人们认为，蓝筹公司不像60年代投机者青睐的那些公司，它们不会倒闭，购买这些公司的股票也是最安全的。买了蓝筹股，投资者大可以一边打着高尔夫球，一边等着实现长期回报。

在这些早期的成长股中，机构投资者们最钟爱的大概有40来只，它们的名字家喻户晓，比如IBM、施乐、雅芳、柯达、麦当劳、宝丽来、迪士尼等——被称作“最优50股”。这都是些大市值股票，任何一个投资者大规模地买卖该种股票也不会导致价格波动。由于大多数的机构投资者认识到，选择恰当时机购买股票非常困难。所以，这些股票对机构投资者来说是正中下怀。即便你的买人价处于暂时性高位也不用担心，这些股票属于成长性股票，迟早你会赚回来。另外，这些股票就好比是你的传家之宝，你永远不会将它抛售。所以，人们也将这类股票称为“一次性抉择”股，即一旦你下定决心买入，你对有价证券的管理就结束了，不必再为其操心了。

这些股票还为机构投资者提供了另一种意义上的“安全毛毯”，它们是如此大名鼎鼎，你的同事决不会因你投资于IBM而怀疑你的投资是否经过深思熟虑。的确，

除非 IBM 倒闭，否则你是决不会亏本的。即便万一它倒闭了，也不会有人因此怪你投资欠缺考虑(与此相比，“业绩系统”或“全美学生市场”的投资失败，待遇就不那么好了)。如同赛狗追逐机器兔子一般，一些大的养老基金、保险公司、银行信托基金也开始投资于这 50 只一次性选择的成长型股票。不知不觉，这些机构实际上已经开始了一场蓝筹股投机，股价达到几乎是不可思议的高度。下表列出了一组股票在 1972 年和 80 年代初的市盈率倍数。机构投资公司的经理高兴得忽略了这样一个事实：没有一个大规模的公司会永远处于增长状态，它们的增长率远不足以支持 80 倍到 90 倍的市盈率。这倒验证了一个谚语，即“包装精美的愚蠢听起来像智慧”。

证券名称	市盈率(1972)	市盈率(1980)
索尼	92	17
宝丽来	90	16
麦道	83	9
国际香料	81	12
迪斯尼	76	11
惠普	65	18

也许有人会说，这场热潮仅仅表明了 1972 年末投资者信心的恢复。理查德·尼克松以压倒优势获得连任，越战和平在望，物价管制按计划就要结束，通货膨胀明显已经“得到控制”，石油输出国组织(OPEC)也还没有起作用。但事实上，在 1972 年初，股市就已经开始疲软，市场滑坡时，“最优 50 股热”的情况就更加病态了。因为，

在市场出现整体下滑的时候，"最优 50 种股票"仍保持了较高的市盈率，相对来说，价格的高估部分就更高了。这样，出现了所谓"二层次市场"。《福布斯》杂志对此作了点评：

> 最优 50 股似乎是从海底浮上来的，尽管此时全美国除了内布拉斯加以外都沉入海底。"二层市场"当真是由下层的"橡皮"和上层 50 种股票构成的。
>
> 是什么使最优 50 种股票涨起来？和多年前荷兰的郁金香球茎一样，是公众的幻觉和人群的疯狂。幻觉是：公司业绩如此之好，付任何代价都无所谓；股价的一路飙升总会让你获得巨大的收益。

跟所有的投资热潮一样，最优 50 种股票狂潮最终划上了句号，这也是无法避免的。用福布斯的专栏作者马丁·索斯诺夫(Martin Sosnoff)的一句话说："最优 50 种股票一个跟着一个被抓出来毙掉"。石油禁运使迪士尼因缺乏原油供给而受重创，也影响了它对迪士尼乐园和迪士尼世界的投资，宝丽来则受到新型相机生产障碍的打击，股价下跌就如同石沉大海一般。《福布斯》杂志有一期的封面讽刺故事让雅芳股价在 6 个月内跌了 50%。真正的问题不是深究是什么刺破了每个投资泡泡，而是股票的过高估价。或迟或早，曾一度看好"最优 50 种股票"的基金经理们作了第二个决定，将其持有的股票抛售一空。在紧接下来的大灾难中，最初的成长型股票的地位一落千丈。应该说，问题的症结不在公司本身。1980 年购买同样股票的投资者在 20 世纪的最后几年内也得到了超过市场平均回报率的利润。

呼啸的 80 年代

呼啸的 20 世纪 80 年代也有过火的投机行为。易受蒙骗的投资者再一次栽在“空中楼阁”上，而拉开这 10 年投机热潮帷幕的是新股发行热。

新股发行的高回报

1983 年前半年的高科技新股发行，几乎是 1960 年情况的翻版，只不过涉及的领域增加了生物技术和微电子行业。而 1960 年的疯狂程度与 1983 年相比，真是小巫见大巫。整个 1983 年期间，新股的发行总额远远超过了此前 10 年新股发行的总和。

股票的初始发行是投资者们最热衷的事情，只要你能以初始发行价买入股票，你就赢定了，因为股价肯定会在上市后飙升。

这一时期的典型代表便是从事个人机器人制造的一家“朝阳型企业”。真的可以造出这样的机器人吗？哈，没那么简单！这家名为安德鲁机器人（Androbot）的公司只不过是计划制造一条生产机器人的生产线。据称，公司的主要产品叫 B. O. B(Brains on Broad 的缩写，意为“人脑主板”)，马上就要投产了，只是还有几个小问题尚待解决。明眼人一看就知道，其实这家公司的产品开发还未完成，公司的计划书中提及的“明显技术障碍”能否克服也不清楚。更严重的是，应用软件都还没有开发。计划书表明，用计算机业行话说，早期的机器人原型做不

到“客户界面友好”，最后，安德鲁机器人的产品是否能批量生产，其产品的定价是否能为市场所接受，这些都没人知道。但按发行计划，该公司的盘子不到1个亿，在1983年的新股发行市场，这算是一只小盘股。碰巧，该公司股票发行的承销商并非一般的、不知名的承销机构，而是大名鼎鼎的美林证券 。

在新股发行浪潮中，涌现了这样一些公司：财富系统(Fortune Systems)、特效影像(Spectravideo)和滚球国际(Whirlyball International)。在新股发行的初期，甚至连一些普通行业中的企业也会受到市场的追捧。连新泽西的三家名为“吃得你脸圆滚滚有限公司”的连锁饭店都向证券交易委员会递交了发行申请。投资者们对那些具有“潜质”的股票特别青睐，例如有一家叫“精美艺术品收购有限公司”(Fine Art Acquisition ltd)。它不是一家上门推销便宜服装的企业，也不生产电脑硬件，而是一家真正的艺术型企业，如其发行公告所说，它的主营业务是收集和出售精美字画和雕塑的复制品。公司的主要资产之一是一组波姬·小丝(Brooke Shields)的裸体相册，该相册包括她巡回演出途中的生活照，以及在普林斯顿大学大门口的照片[1]。很明显，这里存在一些法律问题，譬如波姬·小丝可能会起诉，她对公开展示她这些11岁时拍的裸体相册曾经表示过不满。但是，当然了，拍裸体照是为了“艺术”啊，而且该公司还算是一家“古典”的企业嘛。

可能是穆罕默德·阿里(Muhammed Ali)国际公司

① 波姬·小丝拥有普林斯顿大学学士学位。——译者注

的股票发行刺穿了泡沫。就同一时期产生的其他垃圾股来看，该公司的股票发行算不上最坏。不过它的独特之处在于展示了"一分钱的价值"，公司发行单位包括1股普通股加2股认购权证，只卖1分钱。当然，这个价格是其内部人买价的333倍，不过也没什么好大惊小怪的，但当投资者发现拳王本人却抵制住诱惑，对以其名字命名的股票一股不买之时，投资者们开始怀疑自己上当了。倒霉的事终于发生了，小盘股股价整体滑坡，新股价格下跌尤其剧烈。一年不到，许多投资者损失超过80%甚至90%。

穆罕默德·阿里国际公司发行公告书的封面是前拳王挺立在被他击倒的对手面前。在阿里的全盛时期，他曾经扬言自己能够"像蝴蝶一样滑步，像蜜蜂一样刺拳"。事实上，阿里公司的股票从未上涨过（安德鲁机器人在1983年7月发行的股票也是如此）。但其他股票，尤其是那些以技术为特征的公司的股票却做到了这一点，一次又一次，都是投资者吃大亏。

概念股卷土重来：生物技术泡沫

就像20世纪60年代的电子行业，80年代的生物技术产业也一度火爆，这种生物技术声称，可以制造包括治癌新药在内的一系列产品，还可以通过基因改良使蔬菜水果变得更好吃、更有营养。1984年1月号《商业周刊》封面故事"生物技术时代的来临"促成了这场投机热的升温。该杂志宣布："最基本的问题——这项技术现实吗——已经得到了肯定的回答"，它还报道说生物技术革

命如同电脑技术革命一般，基因嫁接的速度"已远远超过了最为乐观的预期"，并促成了生物技术产品销量的直线上升。

这些乐观的看法反映在了生物技术公司的股价上，1980年，该行业的旗舰——"基因科技"——进入了股市。在开盘头20分钟，该股票市值就翻了3倍。投资者认为他们是在"用初始发行价的价位买进了下一个IBM"。那些认为有机会按"地板价"申购这些未来价值将高达数千亿美元新产业的投资者紧紧抓住了其他生物公司的新股发行机会。一种抗癌新药——干扰素——成为掀起第一波生物技术狂热的主打产品。分析师们预测，干扰素的销售额到1982年会超过10亿美元（实际上，这种成功产品的销售额直到1989年还不到2亿美元，但这并不能熄灭投资者建立"空中楼阁"的梦想），分析师们进一步预测说，两年后，生物技术企业的收益会出现暴涨，但后来的结果表明，分析师们迎来了一次又一次的失望。但我们应肯定的是，生物技术革命是实实在在存在的，并将永葆青春，在生物技术的保护伞之下，即便是一些虚弱企业也从中受益匪浅。

生物技术股的价格水平已达到了一个空前的高水平。60年代，投机性成长股只不过按50倍的市盈率出售，而在1980年，一些生物科技股的价格却是其每股销售额的50倍。作为一个学习估价技术的学生，我对证券分析师们对这些价格给出的"合理解释"感到十分吃惊。因为生物技术公司一般都没有当期盈利（即便考虑未来几年也无实质性的预期收益），销售额也极少，对它们必

须设计新的估价方法。我最感兴趣的莫过于由华尔街一家知名证券公司发明的“产品资产定价”方法[1]。简而言之，这一方法要害在于对每一生物公司还处于计划项目中的产品的价值进行评估。即使计划中的产品还只处于基因工程师的草图阶段，甚至还只是科学家的一种大胆设想，该产品的潜在销售额和利润率也会被评估师评估出来。销售量可通过将来该药的“预期临床试验指标”，预期使用者数量以及假想的高昂价格而预测出来。根据处于计划项目中的新产品的总价值，分析师们便有根据找到该公司股票的“合理售价”。

所有的潜在问题似乎对乐观派来说都不是问题。美国药品管理机构会不会推迟许可证颁发(干扰素的许可证延迟了几年才发下来)？市场能接受那些充满想象力药品的价格吗？对于几家企业在同一时期开发研制、还处于计划项目中的新药，专利法能给予同样保护么？会不会出现专利冲突？药品的潜在利润是否会被生物技术企业的合作方(通常是一些大的制药企业)所吸收？在80年代中期，所有上述这些潜在问题似乎都没人重视。事实上，一位分析师认为：生物技术股比传统的制药企业的风险更小，因为它们没有老产品，不存在新药挤占老产品市场份额的问题。从他的观点似乎可以找到这样的荒唐逻辑——当前拥有正的销售额和利润其实并非好事，因为将来这些利润可能会减少。

从80年代中期到80年代后期，大多数的生物技术

① 与投资学中流行的“资本资产定价模型”相区别。——译者注

公司损失了四分之三的市值。在1987年股灾中，它们大幅下挫，甚至在1988年市场回升时，这些企业还在走下坡路。此时，市场峰回路转，大众不再相信那些令人兴奋的、高市盈率的股票，而转向投资那些虽然市盈率低，但能支付实实在在的股息的企业的股票。直到90年代，生物技术股的厄运也未得到扭转。虽然在前几年，股价有所上升，但在90年代中期，股价再次出现了严重的下跌。在美国证交所，生物科技股指数在1992年至1994年2年间下降了50%多。至90年代中期，整个生物制造业以每年40亿美元的速度亏损。理查德·贝尔森（Richard M. Beleson），一位来自"资本研究公司"的行业分析师，于1994年写了一首"生物科技股的熊市民谣"，下面是其中的几句：

那些日子啊，我的朋友
我们原以为永远不会结束
每克隆一段基因就组建一家公司
我们吸引了大量风险资金
风光地发行新股
因为，出售梦想
它根本不需要市盈率

中国的君子兰传奇

历史总是惊人的相似。80年代中期，郁金香球茎热在中国重演。当时，中国政府开始着手一系列的经济改革，于是，市场上如雨后春笋般地出现了各种产品，其中包括家庭花卉。君子兰就是其中最吸引人的一种。这种

植物原属于官宦家庭的奢侈品，原产地是非洲，在 30 年代被引入中国北方城市长春。起初，君子兰只属于皇家园囿，但不久，它便成为那些身份显赫、家财万贯的上等家庭高贵和品味的象征。再后来，长春市将君子兰作为市花，从 80 年代开始，全市一半以上的家庭开始种植君子兰。

君子兰的消息不胫而走，传到了东北的其他城市，市场需求便陡然上升。由于君子兰生长期需要好几年，因此供给无法跟上。这样，就造成君子兰供不应求，价格开始上涨。许多中国个体户投机者开始筹集资金，并将市场上的君子兰一抢而空，就如同郁金香球茎热中的投机者一样，君子兰的投机者也开始编织他们的空中楼阁，君子兰的价格达到了一个令人目眩的高度。在 80 年代中期，君子兰的一般售价大约是 100 元/株(约 30 美元)，而到了 1985 年，价格翻了2 000倍，为 200 000 元/株(约 6 万美元)，这一价格大约是当时一个中国大学毕业生 300 年的薪水总和。

这场投机热免不了会有同样的下场。也许，使其最终降温的是 1985 年夏天大量的新闻媒体对这场近乎疯狂的投机行为的报道。一时间，市场上的君子兰滞销，投资者血本无归，君子兰价格下跌了 99%以上，1986 年初，大量的中国投机者身处困境。

80 年代的其他泡沫

80 年代后期的投机热潮因一些最普通的公司而起，原因是其概念唤起了华尔街的想象力。与投资者们前不

久在认购生物科技股损失了75%相比，另外一些人在追逐其他概念股时，损失了90%多的资金。以下两个例子说明了这一点。

爱尔芬香料公司（Alfin Frangrances）：爱尔芬香料公司为一家化妆品企业，在1985年后期突然引起了人们的极大关注，原因是其宣布了一种新面霜：Glycel。[①] 这种产品能延缓皮肤衰老，修补皮肤缺陷。当公众从新闻中得知：Glycel 的成分是由一位瑞士的心脏移植先驱——克里斯蒂安·白纳德（Christiaan Barnard）所研制时，Glycel 的可信度大增。当时63岁的白纳德青春焕发，自称是现代的彭斯·狄·雷翁（Ponce de Leon），[②]经常和他可爱的22岁的"女朋友"出现在公众场合。在以夸大事实著称的化妆品行业里，白纳德对于该产品能渗入皮肤、使皮肤老化过程逆转的宣传仍然显得出类拔萃。一会儿的功夫，公众和整条华尔街对 Glycel 的功效都深信不疑。在雷门·马可斯（Neimom Marcus）和其他高档的百货商店里，该产品以每套195美元的建议价出售。这下看来公司的业绩肯定会增长了，在 Glycel 发布后的一个月内，股价翻了3倍。甚至连声名显赫的摩根·斯坦利公司也加入了其中，肯定了其市盈率的合理性，并指出，股价将会继续上升。

然而不幸的是，好景不长，爱尔芬所声称该产品能渗入肌肤细胞，使肌肤重现活力的声明引起了科学家的质

① 该品牌至今仍然是化妆品行业的一个著名品牌。——译者注

② 1513年，璜·彭斯·狄·雷翁（Juan Ponce de Leon）为了寻找不老泉而到达佛罗里达，并在圣奥古斯汀（St. Augustine）附近上岸。——译者注

疑。一位皮肤科医师揭露说:"这种神话就好像输血的时候,把血朝皮肤上抹一样"。此外,该产品也受到了美国药品管理机构(FDA)的警告。美国药品管理机构认为,任何试图改变人体正常生理现象(如衰老)的产品均为药品而非化妆品,所以,该企业必须提供有关疗效的证明。爱尔芬的反应不是将其产品提交检验,而是中止了 Glycel 的销售。由此,1986 年每股 40 美元的股价,在 1989 年跌到了每股 2 美元,投资者建立的空中楼阁再次破灭了。

ZZZZ Best 的故事

我最想为你讲述的,是发生在 80 年代后期的 ZZZZ Best 的故事。这个不可思议的贺拉旭·阿尔杰(Horatio Alger)式的故事[①]必将深深的打动你。白瑞·明克(Barry Minkow)无疑是 80 年代的传奇人物,在这个快节奏的时代里,不少企业家在他们会刮胡须之前就发达了。明克的职业生涯在他 9 岁时开始。由于他的家庭无钱为他请保姆,他不得不每天跟随他的妈妈去他家开的地毯清洗店。在小店中,他开始通过电话招揽生意。到 10 岁的时候,他学会了清洗地毯,通过晚上及暑假的短工,4 年里他赚了 6 000 美元,15 岁那年,他在自家车库里建立了自己的地毯清洁公司。该公司取名叫 ZZZZ Best(发

① 贺拉旭·阿尔杰(1832~1899),美国作家,以青少年励志小说而出名,共出版超过 120 部读物。

音为 zeee best)。由于明克还在上高中,而且没有到开车年龄,他雇了人收集和清理地毯,自己便坐在课堂里,每周给雇员发薪水。就在明克像受罪一样上学(其间还请朋友开车送他赴约会)的同时,他的企业红火了起来。他为雇用父母为其工作而深感自豪。18 岁时,他成了百万富翁。

明克永不倦怠的工作热情是他取得成功的原动力。他有一辆红色法拉利跑车和一幢价值 70 万美元带游泳池的房子,游泳池底部有一个大大的黑色"Z"形标志。他还公开颂扬美国社会的传统美德,写了一本名为"在美国发迹"的书,并声称,当今的年轻人工作都不够卖力。另外,他还向慈善机构慷慨捐款,并在"反毒品"活动中亮出了自己口号"我是清白的,你呢?"此时,ZZZZ Best 已有 1 300 位雇员,其分支机构遍布加里福利亚、亚里桑那和内华达。

对于一个普通的地毯清洁公司来说,100 倍的市盈率是否过高呢?当然不高,这是一个由具有出色领导才能的成功管理者领导的公司呀,100 倍的市盈率不足为奇!明克在管理雇员时,最欣赏的一句话是"要么按我说的干,要么开路"。他甚至扬言,即使是他的母亲违反了规定,也一样会被解雇。明克告诉华尔街的投资者,他的公司管理比 IBM 好得多,并且他立志要成为地毯清洁行业的"通用汽车公司"。投资者们都兴奋不已,如同当时一位证券分析师告诉我们的那样:"这家公司,你可别错过"。

而在 1987 年,明克的气泡突然爆裂了。人们发现,

ZZZZ Best 不只是洗地毯，它还为黑社会洗钱。ZZZZ Best 公司被控为有组织的犯罪集团提供"洗钱"服务。这些犯罪集团先用黑钱从公司购买设备，然后通过 ZZZZ Best 的合法运作，换回合法收入。事实上，公司表面上的高增长都是通过诸如假合同、假信用卡收费和类似的行为产生的。整个操作过程是一个大型的"庞氏"计划。[①] 在计划中，一边从投资者手中收钱，一边又转付给另一个投资者。除此之外，明克还被诉挪用公司上百万资金。明克和他的 ZZZZ Best 投资者们彻头彻尾陷入了困境。

1989 年，明克 23 岁，他被控犯有 57 桩欺诈案，被判入狱 25 年，赔偿盗用公司 2 600 万美元的资金。美国地区法院法官拒绝明克要求从轻处理的上诉，并告诉他："你天生具有交际闲谈能力，这是你最危险的特征。"法官又补充道："你没有是非之心。"著名投资杂志《巴伦》的撰稿人阿兰·爱伯逊早在几年前就预测到 ZZZZ Best 公司会倒闭，他断言说"'ZZZZ 最佳'公司可能会变成投资者的'ZZZZ 最差'。"许多投资于该公司的投资者在完全丧失其本金后当然很能够认同这一见解。

故事到此还没完。在纳波克联邦监狱服刑的 54 个月后，明克成了复活的耶稣基督，并从杰里·佛为尔创立的开放大学获得了函授学士、硕士学位。1994 年 12 月获释后，他成了加利福尼亚一家社区圣经教堂的高级牧

① 20 世纪 30 年代有名的金融诈骗案，以新吸纳的资金支付老债务的高额利息。——译者注

师。在那里，他传达福音的方式使其教徒对他崇敬不已。他成了一个单干的传媒企业集团，用他独一无二的交流技巧向人们讲述他如何结束他的“欺诈生涯”。另外他还写了两本书：《清白的扫帚》和《欺诈始末记》，并每天在全国联合电台里做节目，运用他独特的天赋成为一个大众喜爱的演讲者。他的纽约经纪人评价说：“我们都深信，在电视和书籍世界里，他的前途会一片光明。”

历史的教训说明了什么

历史上的许多教训都是触目惊心的。投资者对证券评估方式的偏好通常对证券定价起决定性作用。股市有时候非常符合“空中楼阁”原理。正因如此，投资游戏的风险是极高的。

值得重视的另一教训是，投资者在购买今天的热门新股的时候，应谨慎小心。一家投资机构基德尔·皮博迪(Kidder Peabody)[1]曾调查了1983年到1988年中，超过1 000只的初次发行的普通股的业绩。其结论是：从发行日到1988年中期为止，全部初次发行股票中，2/3股票的表现低于道·琼斯工业平均数涨幅。虽然小公司的股票比大公司的股票有更好的表现，但结果表明，这一现象仅限于股票二级市场——而非发行市场。由于只有三分之一的股票的表现能超过道·琼斯指数的平均水

① 美国老牌投资银行，1986年被GE收购80%的股份，1994年因其雇员的交易行为损失12亿美元，GE为此损失7.5亿美元，后来卖给了Paine Webber。——译者注

平，所以投资者们最好谨慎对待新股发行。

当然，投资者过去曾经在初次发行市场上建立起了不少的空中楼阁，但请记住，新股票发行的卖家多数为公司经理层本身。他们总是选择在公司处于最鼎盛时期或者公众投资热情最高的时候发行股票。80年代后期的生物科技股的初次发行即是一个很好的例子。在这种情况下，急于投资于这些股票——哪怕是高成长性行业——对投资者来说，也无厚利可图。

紧张不安的90年代

日本股市、不动产风波

可能20世纪后期规模最大的一次投机狂潮应属日本的不动产和股票市场投机热。从1955年到1990年，日本不动产价格上涨了75倍多，到1990年，日本所有资产的总价值预计有近20万亿美元——相当于整个世界财富的20%之多，大约是当时世界股市总价值的2倍。就国土面积来说，美国是日本的25倍，但就地产价值而言，1990年日本地产评估值已是美国地产价值的5倍。从理论上说，日本只需卖掉一个大东京市，所获取的资金就足够买下全美地产；只要卖掉皇宫便可以筹集到足够资金购买整个加利福尼亚。日本高尔夫场地涨价更离谱。到1990年，日本所有高尔夫场地的总价值达到了5 000亿美元，这个价值是在澳大利亚证券交易所全部上市公司价值总和的2倍。

股市就如同一只在风和日丽、朗朗晴空下徐徐上升的氢气球。从 1955 年到 1990 年，股价涨了 100 倍，在 1989 年 12 月顶峰时期，日本股票市值总计 4 万亿美元。是美国股票市值的 1.5 倍，接近于全球资本市场市值总额的 45%，那些遵从基本分析定价原理的投资者们对此无不唏嘘惊叹。他们沮丧地发现：日本股票市盈率达到 60 倍，几乎是其账面价格的 5 倍，其股息的 200 倍；相比之下，美国股票的市盈率仅 15 倍，伦敦为 12 倍。按单个公司看，某些日本公司股价更是高得吓人。日本电话公司巨头——NTT 公司在此时已经完全私有化，其市值超过了美国电报电话公司、IBM、通用电气、通用汽车的市值总和。日本第一劝业银行的市盈率达到了 56 倍，相比之下，花旗银行的市盈率仅为 5.6 倍。日本最大的券商——野村证券的股票市值已经超过了全美所有券商市值的总和。

两个神话推动了不动产和股票市场的发展：其一是日本的土地价格绝不会下跌，其二是股价只升不降。除了这两方面因素外，日本人传统上几乎是强迫储蓄的高银行存款比例和低于 1%的银行储蓄利率所释放的大量现金流更是加剧了不动产和股票市场上的投资热。此时，炒股几乎成了日本大众生活的必需。一夜之间，日本的公共汽车或是地铁里的上班族不再留恋那些色情漫画书，转而关注股市里的轶闻趣事。如果说英国的每一个街角都会有一个投注站（或者赌马登记人），那么日本的每一个街角都会有一家证券经纪公司。野村证券为了吸引知识阶层投资者，广告用了哥白尼和托勒密的头像。

这幅广告将野村证券关于股票永远上涨的观点比作哥白尼的“日心说”，而对股市和房地产市场持危险论的意见则是“地心说”。另一家日本券商出版的一本销售手册上，有一幅图画：上面是一个日本家庭主妇，手触云端，边上一个箭头显示她还要高飞。这明显是一个建立空中楼阁的绝佳时期。

日本企业在这场股疯中扮演了极其重要的角色。政府允许企业建立享有税收优惠的投资交易账户（称作特线账户）参与市场交易。在股市繁荣时期，企业从股票交易中获得的利润远远超过了从事生产所得的利润。所以，这是一个不容错过的盛会。并且，极低的借款利率也方便了投资者举借大量资金参与市场炒作。许多公司按1%的利率在欧洲市场上发行浮动利率债券，该种债券附带本公司的认股权证，倘若牛市继续，这些认股权证会非常值钱。乐观情绪再生出更乐观的气氛，投资热情一浪高过一浪，似乎永无止境。

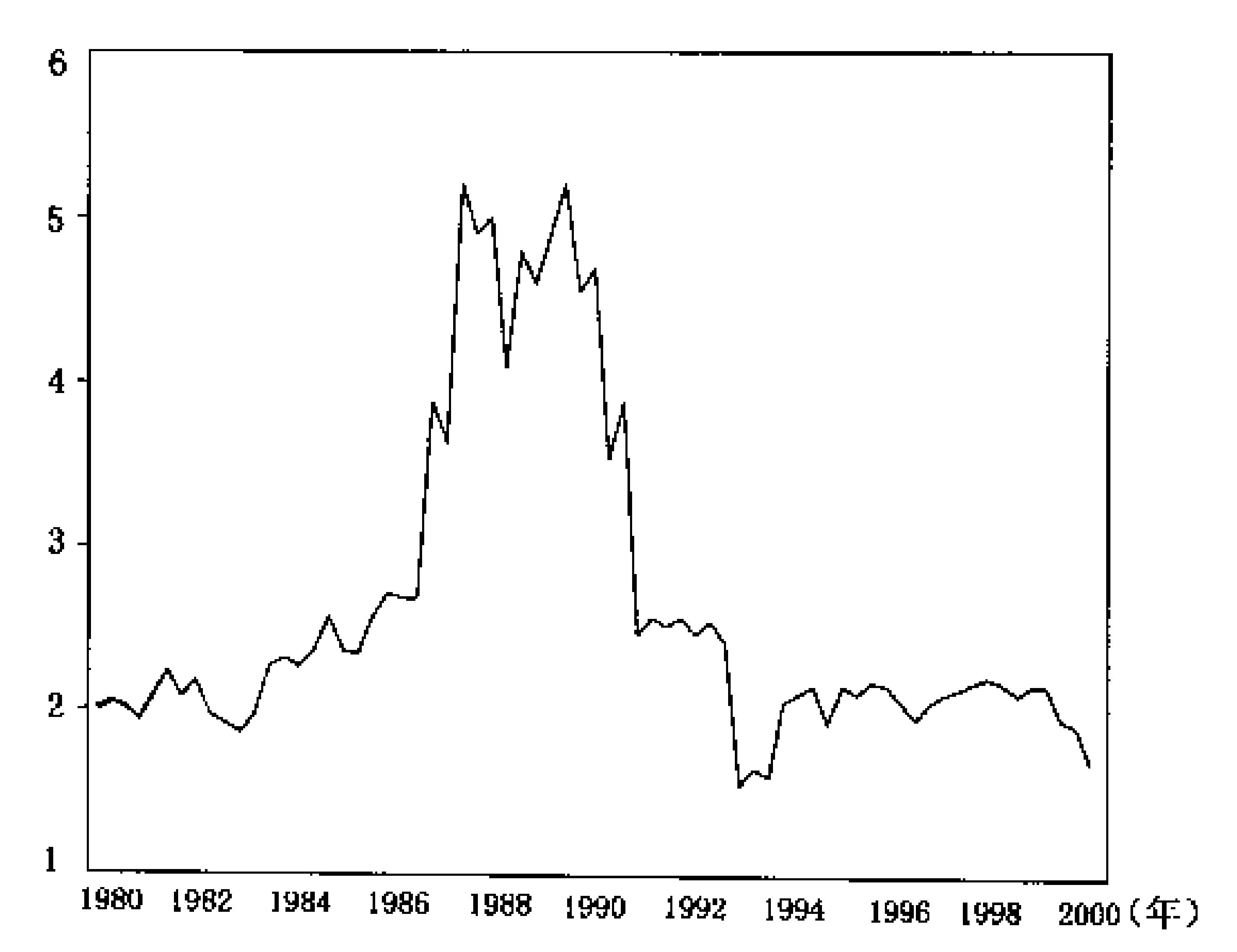
如何反驳那些根据逻辑认为股市会下跌的论调，股市的支持者自有一套。难道说全球股市的市盈率非得处于同一水平？一位来自株投町（日本的“华尔街”）的销售人员的回答是否定的：“相对于美国的收益来说，日本收益的评估显得较为保守一点。因为日本的减值准备提得比较多，且公司利润中未包括非少数权益附属机构的收益。”如果按上述因素调整，则日本的市盈率会低得多。那么，不到0.5%的公司资本利润率是否低得不正常呢？回答是，这只不过反映了当时日本的低利率状况。还有，股价为资产净值的5倍，是否过于危险？回答是，一点也

不危险，因为股票的账面价值并未反映日本公司土地的增值部分。面日本地价水平高又被“合理地解释”为：因为日本人口密度大，且各种管制条例和税法都限制居住用地的使用。

事实上，这些关于房地产价格和股价飞速上涨的“理由”都不能自圆其说。即便收益和股息经过调整，日本的市盈率仍比其他国家高出许多，与日本股市历史表现相比较，现在的膨胀率已经很高了。而且，日本企业的盈利能力正在下降，面受日元升值的限制，日本出口也是难上加难。虽说日本土地稀少，但其制造商，如汽车制造商，已经在国外找到了充足的、廉价的土地建厂。其实，地租的增长速度远比地价的增长速度要慢的事实已经表明，除非土地价格持续上涨，否则房地产市场的收益会出现滑坡。最后，到了 1989 年，连支撑市场运作的低利息也开始上涨了 。

也许，对于日本房地产和股市与众不同的表现最聪明的解释莫过于“日本的特殊性”。80 年代后期，我所接触的职业投资者们都深信，能干的大藏省(MOF)肯定可以找出一条合理的办法来避免发生令人不快的金融危机。如果房地产的价格下跌，政府肯定会限制可供开发的土地数量；另外，政府还会不时地调整政策，或是起草新的法规来治理股市中的许多弊病。所有这些想法，都给国际金融市场造成了这样的印象：日本市场是受政府操纵的，高股价和廉价资本政策均是政府发展经济的政策性调控手段。一次又一次，我们忽略了历史的教训和基本经济因素，盲目地认为“这次跟已往不一样”。气泡

不断地膨胀,市场出现过度的乐观,投资者们将股票质押以借入更多的资金购买地产,然后,又将地产抵押买股票,市场陷入了恶性循环。



日本的股市泡沫,1980～1998 年股价对账面价值的倍数

资料来源:摩根·斯坦利的研究成果及作者本人的估计。

对于那些认为金融万有引力定律不适用于日本国情的投资者来说,他们要失望了,1990 年,伊萨克·牛顿的规律起作用了。有趣得很,这次让苹果掉下来的是日本政府自己。日本银行(日本的中央银行)发现了借款热潮可能蕴含的通胀危险,以及股票和房地产的价格由于货币供给增加而急遽上涨的事实,便当机立断,在通货膨胀水平进一步上升前,紧缩信贷。它相信,时间耽搁得越久,日本经济受到的创伤就越重,生产力水平会下降、失业率会有所上升。由此,中央银行限制信贷、提高利率,

希望能够把地产价格涨势遏制住，让股价软着陆。

1989年就开始上涨的利率，到1990年出现急遽上升。股市不是软着陆，而是彻底崩盘。其下降的程度可以与1929年至1932年间美国股市的大崩溃相比。日经指数在1989年最后一个交易日曾达到接近40 000点的水平，到1992年8月中旬，指数下降到了14 309点，下跌近63个百分点。相比之下，道·琼斯工业指数从1929年12月到其最低点1932年夏天下降了66个百分点（如果按1929年9月水平算，下降了77%）。整个90年代，日本的股市一直处于低迷状态，即便后来利率下降，但股市也没有复苏，一度繁荣的日本经济在90年代后期也开始走下坡路。1990年来股票价格的下跌反映了股票市值正逐渐向其账面价值回归，这也是80年代初期股市泡沫破灭后的基本规律。

由于不动产转手比较困难，我们很难确切地指出房地产市场崩溃的时间和程度。但不论如何，90年代初期，日本房地产的气泡也破灭了。各种估算不动产价值的方法表明，房地产跌价程度大致与股市相当。气泡的破裂使"日本特殊性"、"资产价值只升不降"等神话破产了。日本并不特殊，其财产价值也会有下降的一天。金融万有引力定理的适用是没有国界之分的。

90年代后期的互联网热潮

60年代、70年代电子热、80年代生物技术热、90年代后期又迎来了互联网热。诸如亚马逊书店和雅虎等互联网热潮中的领先企业，其股价在一年内翻了10倍，而

投资者对互联网的痴迷似乎永无止境。不错，互联网高速发展是事实。90年代后期，互联网用户数量以每年2倍的速度递增。不过，这个行业竞争残酷，投资者们并没有认识到处于这个新兴的、动荡多变的产业中那些小公司所面临的风险。尽管人们承认，并非所有企业都能成功，但是一时间，以前的一些价值评估标准似乎突然作废了。已经没有人计算市盈率(因为这些企业多数没有利润)，甚至连股价/销售额比率也被人们抛之脑后。该行业增长的可能性还极不稳定，投资者建立的空中楼阁却非常壮观、宏伟。由于人们对这个新行业异常热心，股市中凡是与互联网相关的股票出现了近乎疯狂的投机热潮。

Netcom公司的事例生动说明，即便是投资于互联网行业中的领先企业，投资者也会遭到惨遭损失。Netcom公司是90年代中期第一家上市的互联网企业，一年不到，公司股价从其初始发行价16美元涨到92美元，总市值超过10亿美元。1996年，作为全国最大的互联网服务提供商，Netcom公司的网络用户已经超过了50万人。尽管当时公司还未开始盈利，但投资者普遍认为，作为互联网的行业先锋，Netcom公司在股市的业绩也应非同一般。

与其他互联网提供商一样，Netcom公司的症结在于是否能实现承诺，产生利润。一些电话公司，如美国电话电报公司、世界网络公司早就已经上市，地方性的小贝尔公司也准备进军股市。电信公司具有规模效应，能为顾客提供一揽子服务，可以为客户提供综合通信费账单。传统电话公司所具有的这些竞争优势都危及到互联网公司的生存，很可能把网络服务业变成一个低利润行业。

追寻互联网市场的发展轨迹，我们也不难发现，互联网服务提供商要比提供内容的公司少得多。

Doonesbury









Netcom 公司经营策略本身也有一些重大失误。它从一开始就向用户提供“人人可得”的低价服务，用户只需每月支付 19.95 美元就可以无限量地享受其服务。任何一个经济学的初学者都懂得，如果使用服务的边际成本为零，用户就会过度使用该项服务，而客户拥挤到了一定程度，网络就会崩溃。Netcom 公司的首席执行官

(CEO)开玩笑说，即便顾客上不了网，那也没有关系，他们还可以收看“seinfeld”[①]嘛。而事实上，Netcom 还是放弃了低价策略，转而将重点放在商业性服务对象上。不幸的是，公司一直都在亏损，他们“烧钱”的速度让人们开始怀疑 Netcom 的生存能力，公司股价迅速跌至 8 美元的水平。值得庆幸的是，该公司后来被一家电话公司以每股 23 美元的价格收购，高价买进的投资者损失多少得到一些弥补。尽管如此，对于那些互联网空中楼阁的建立者而言，这仍是一次倒霉的经历。

与信息高速公路有关的灾难还不止于此，21 世纪肯定还会更多。我最感兴趣的一个例子是 90 年代后期 K-tel 故事[②]。K-tel 是一家很不起眼的、通过在深夜电视节目里公布免费电话号码来出售怀旧流行音乐 CD 的公司。公司股票发行价大约是每股 2½美元（根据股票分割进行过调整）。然后，它宣布将通过互联网络销售光碟，股价突然升到 40 美元/股。就这样，一家灰不溜秋的音乐零售商只不过靠上了“互联网股”概念就一下子而增加了近 2.5 亿美元的市值。难以置信的是，当该公司股票处于顶峰时，交易所里每天的成交量超过了该股票的流通股数量（公开发行量减发起人所持股）。6 个交易日内，流通股转手近 37 次。但 1998 年，股价又跌回到 10 美元/股的水平。

人们对互联网股票的过度痴迷使得一级发行市场里

① 美国家喻户晓的搞笑电视连续剧。——译者注

② 该公司已于 2000 年 9 月被纳斯达克摘牌。——译者注

的投资热情空前地高涨起来。譬如有一家名为"音像网络"(Audionet)的小公司[1],自90年代中期成立以来就持续亏损。它实际上是一个从事广播业的"大杂烩",在网上传播各种电台和电视台的节目。1998年夏天,公司改名为"广播.com"(Broadcast.com),由全球知名的摩根·士丹利公司担任主承销商,发行价为18美元/股,上市后股价马上炒到了74美元/股,使得该公司市值几秒钟内就超过10亿美元。不算"1分钱股票"(指阿里那家公司——译者注)的话,就没有那只股票能在上市首日有如此之快的上升速度。1999年1月,股价进一步上升到300美元/股,比60年代的电子热还要厉害。历史再一次重演。

1998年11月中旬,广播.com的增长记录被打破了。一家内容提供商——全球.com(Theglobe.com)公司创下了上市首日涨幅的新纪录。该公司属于互联网业二三流企业,按波士顿银行投资专家罗伯森·斯蒂芬(Robertson Stephens)的话说,它的"商业模式也很有争议"。该公司股票以9美元/股的价格发行,上市首日,股价最高达到了79美元,最后收在63.5美元/股。就首日收盘价而言,已经是去年每股收益的357倍了。人们对互联网的疯狂似乎没有任何约束。

没有人否认,互联网的确是笔大买卖,网络商务会出

---

① 到目前为止,该公司仍在运作,它在互联网上的广告说:"你再也不需要收音机了,AudioNet面向全国的丰富的即时广播将带给你新的感受,它的范围如此之广,就像它的听众一样广泛。你可以像记录广播一样记录来自AudioNet的信息,你还可以自由翻看900分钟的节目"。——译者注

现爆炸性增长。但在一个市场进入门槛很低的高竞争行业里，按潜在销售额的无穷倍来评估公司价值，这实在也太荒唐。毋庸置疑，21 世纪初期，的确会有一些互联网企业成为市场的赢家，但也不排除相当数量的企业，其股票市价狂跌，投资者的希望与热情终将化为苦涩的回忆与泡影。

后记

看过前面这些关于股市疯狂表现的叙述，你可能会产生这样的印象，近来股价评估标准与市场有效性、市场理性等公理似乎不相吻合。但我个人认为，我们不能仅凭市场一时的不合理而放弃基本分析原理。任何不合理的股票价格都会逐渐被市场纠正，但这一过程可能很慢，很残酷。偶然事件总会发生、市场总会有不理性的乐观时期，不动脑筋的投资者总会随大流。但市场最终会纠正股票的价格。投资者应将此谨记于心。

第四章

股票定价的基本分析原理

上帝赐予我们最珍贵的礼物莫过于估算万物真实价值的能力。

——拉罗什福科(La Rochefoucauld)[①]

《道德箴言录》

投资者应该而且也能够从前人的股市经历中学点东西。我们从第三章的历史回顾中得到一些警示：千万不要陷入空中楼阁建立者的圈套。事件分析对投资实践好比尸体解剖之于医学实践，非常有用。但在投资领域，即使事先得到警告，你也不见得会预先准备。投资者需要正确的市场价值判断标准来分析当前市场价格的合理性，即使该标准不太严格也无妨。

① La Rochefoucauld(1613~1680)，也有人译为拉·罗希福寇。法国17世纪思想家。——译者注

但是否存在这样的标准呢？我认为是有的——不过该标准既不完全依赖基本分析原理，也不像空中楼阁那样虚无飘渺。

基本分析理论家（包括华尔街的许多前途光明、收入丰厚的证券分析师）都清楚，完全依赖大众对市场价格的心理支持是非常不可靠的，疯涨的股市最终必然也要服从金融万有引力定理。所以，许多证券分析师都将毕生精力花在股票价格的基本分析上。现在，就让我们来看看基本分析到底有点什么花样吧。

股票定价的基本决定因素

决定股票真实价值或者内在价格的因素到底是什么呢？证券分析师们在估算证券价值基础时，所参照的"基本因素"又有哪些呢？

我在第一章谈到过，基本分析理论家认为，股票的价值等于投资者预期从股票中获得利润回报的现值。注意"现值"这个概念，它隐含的意思是说，现在的 1 美元与预期未来得到的 1 美元是不相等的，后者要打个折扣（贴现）。未来的收入总不如到手的钱有价值，因为现在持有的资金可以取得利息。一点不假，时间就是金钱。

在对股票价值进行估算时，基本分析理论家通常是从一个打算购买股票并长期持有的投资者角度出发来考虑问题的。投资者以 100 美元/股购入 IBM 的 100 股股票后，总期望等一段时间后可以按 150 美元/股的价格卖掉。不过如果投资者关注的是股票长期股息现金流，则

股票定价的投机因素就可以较少考虑。

对投资者而言，在90年代末的牛市时期，股息的重要性远远比不上资本利得。事实上，许多公司宁愿采用股票回购计划，也不想派发现金股息。倘若公司进行股份回购，则势必减少公司在外发行的股票总数，每股收益和股价便会因此而上升。所以，股份回购直接导致投资者资本利得的增加和公司收益率、股价的上升。拥有股票期权的公司经理们，自然乐意采用股票回购，因为这能使他们股票期权的价值倍增。在以下分析中，我们将讨论如何运用基本分析法研究与股份回购相关的定价问题。开始部分我们将重点介绍公司派发股息的现金流，定价时，假定股票的价值等于预期公司未来支付全部股息的现值。

诚然，普通股的价格还取决于其他的一些因素。我认为，其中四个因素是决定性的，下面我将一一论述。对每一个因素，我会给你一个建议参考值来帮助你估算股票价格。如果你始终遵循这些原则，你就已经具备在各种投机狂潮中自保的能力。

决定因素1：预期增长率。

大多数人不清楚复利增长对金融决策的重大意义。阿尔伯特·爱因斯坦（Albert Einstein）曾说过："复利是有史以来最伟大的数学发现"。有人说，1626年以24美元把曼哈顿岛卖给英国人的那个印地安人是上了白人的当。其实，他很可能是最精明的推销员，如果他当时以6%年复利率将24美元存入银行，每半年结息一次，按复利计算，现在这笔资金已经超过500亿美元。有了这笔

钱，他的后代子孙大可以买回这块经过开发的土地的绝大部分了。这就是复利增长的魔力所在！

不同的股息预期增长率导致的结果同样也会让读者吓一跳。如下表所示，15％的增长率意味着股息每 5 年会翻 1 倍。

股息增长率(％)	现在的股息(美元)	5 年后的股息(美元)	10 年后的股息(美元)	25 年后的股息(美元)
5	1.00	1.28	1.62	3.39
15	1.00	2.01	4.05	32.92
25	1.00	3.05	9.31	264.70

关键在于，股息的增长总会有停止的一天。和大多数生物类似，公司、行业也存在生命周期。对公司而言，存活率是极低的，幸存下来的有可能快速成长、成熟，然后进入稳定期。到生命周期后期，公司终会走下坡路，要么彻底消亡，要么发生实质性的转变。就拿 100 年前美国那些领先的企业来说，譬如东方马车公司、拉克罗斯与明尼苏达邮轮公司、洛布德尔轮胎公司、萨凡那和圣保罗轮船公司、哈热德动力公司，如果当时有“财富 500 强”排名的话，这些公司肯定榜上有名，可是它们现在都已不复存在。

接下来看看各个产业的表现。一个世纪以前，铁路算是增长速度最快的行业，然后慢慢走向成熟，曾经历过相当长一段鼎盛时期，可是近年来也走向衰落了；造纸业和铝业是近年来由快速增长走向稳定成熟期的例子，在 20 世纪 40 年代和 50 年代初期，它们可以说是美国增长

最快的行业，而到了 60 年代，增速不再高于整个经济的平均增长水平；50 年代后期到 60 年代，增速最快的电子设备行业，也于 70 年代、80 年代减速爬行；80 年代、90 年代后期迅速增长的个人电脑和电脑硬件制造业，到 90 年代后期也开始面临着同样的滑坡。

即使公司没有自然生命周期，保持不变的增长速度也是难乎其难。一家盈利 100 万美元的公司仅需增加 10 万美元的利润即可达到 10%的增长率，而一家拥有 1 000万美元收益的公司，为了保持相同的增长率，就需要增加 100 万美元的收益。

相信长期的高增长率不变，其荒谬程度可比之于美国的“人口预测”：如果美国和加利福尼亚的人口以目前各自的比率增长，到 2035 年，120%的美国人会居住在加利福尼亚；用同样的方法进行计算，到 2035 年，240%的全美性病患者也会居住在加州。一位加州居民听到这个预测后，嗤之以鼻说：要是前一个预测成立的话，后一个听起来也很合理。

如果你想要寻求合理的股价评估方法，就必须考虑到股票不同的增长前景。此外，对股票增长期的估算也是非常重要的。如果一家公司希望在 10 年内保持 20%的增长率，而另一家公司希望在 5 年内保持 20%的增长率，在其他条件相同的情况下，前一家公司比后一家公司更具有竞争力，是投资者的首选。原因在于，增长只是一种平均水平，并非每年完全一样。下面我们得到了评估证券价值的第一条“基本分析”原则。

规则 1：股息和利润增长速度越快，理性投资者就越

是愿意为其支付较高的价格。

附带还可以得出一条重要结论：

规则 1 推论：预期股票维持高增长率的时限越长，理性投资者就越是愿意为其支付较高的价格。

决定因素 2：预期股息派发。

和股票的预期增长率一样，每次派发现金股利的数额也是股价评估的重要因素。这不难理解，分派股息越多，在其他条件相同的情况下，股票价值就越高。这里关键在于"其他条件相同"。增长前景不好的股票，即便它支付的股息再多，也不会被投资者看中。相反，那些处于高增长期的公司，反而很少或是几乎不派发股息。前而提到过，许多公司宁愿采取股票回购，而不愿增加股息的派发，但在两个预期增长率相同的企业之间，选择派息额较高的那家，无疑会让你感到舒服一点。

对股票股利千万要当心，它根本不会带来任何好处。公司以送红股方式派发股息可以节约现金使用，以利进一步扩张。其实股东只是得到了些小纸片(在无纸化交易时代，甚至连小纸片都得不到)，不过投资者似乎很喜欢这种做法，至少让他们感受到公司经理对他们福利还是挺重视的。一些投资者甚至认为，股票股利可以增加他们所持有股票的价值。

实际上，只有印刷工才能从该种"股息"中获利。为了 1∶1 送股，上市公司必须额外地为在外发行的每一股股票印制一份新股票。由于在外发行的股票增加了 1 倍，那么每股所代表的份额就只是送股前的一半。而每股收益和其他相关的每股统计数据也都变为现在的一

半。股票股利带来的惟一后果只是单位变化。所以，股东不应成为股票分割和股票股利的派发而欢呼雀跃，除非同时伴随着高现金股利派发或者披露了公司取得更高利润的信息。

股票分割惟一的好处可能在于导致每股股价的下降。股价的下降可促使更多的投资者求购该种股票。人们习惯以 100 股为认购股票的基本单位，如果股价过高，许多投资者便感到买不起。如果公司只是宣布的 2%，或是 3%的送股比例，则可以说根本是无任何价值可言。

送股票时印制新股票的操作给人们留下这样的印象，股权凭证是有形的。其实印制股权凭证实在是一个愚蠢之举，早就应废弃了。现在，股东名册可轻而易举地记录在电脑的磁盘里，目前大多数债券和股票都采取了无纸化的形式。如果股东不再一味追求获得那些装帧精美的股权凭证，华尔街用于制作书面凭证的工本费就可以大大减少，佣金费用也有可能因此而下降，环保人士也会高呼万岁了。

我想说的就是这些了，现在让我们用一段话来总结：

规则 2：在其他条件相同的情况下，现金股利占公司利润的比例越高，理性投资者就越愿意为其支付一个较高的股价。

决定因素 3：风险程度。

无论你的经纪人怎样花言巧语说服你投资股市，你首先应清楚一点，股市有风险。正因风险的存在，才使得股市如此之迷人。股票价值评估同样受风险的影响。甚至有人认为，风险是选股时惟一需要考察的因素。

股票声誉越好(风险低),其质量就越高,据说蓝筹股会有一个"优质溢价"(顺便说一句,为什么优质股票会被冠以一个来自牌桌的名称,个中原因只有华尔街才知道)。大多数投资者偏好风险较小的股票。因此,蓝筹股市盈率要比那些风险高、潜质低的股票市盈率高。

高风险就要有高收益(或低的当前价格)来补偿,这是人所共知的道理,但要准确测量风险,几乎是不可能的。尽管如此,经济学家们却知难而上,学者和职业投资家均把大量精力投入到风险测量研究中。鉴于风险测量非常重要,本书第九章将予以重点介绍。

按照众所周知的理论,股价(或者是包括股息在内的年总收益)的波动相对于市场水平越高,个股风险就越大。波动较小的美国电话电报公司股票之所以被《好当家》(GOOD HOUSEKEEPING)杂志封为"孤儿寡母都适合的投资",原因在于,经济衰退时,它的盈利下降很少(如果不说是从不下降的话),股息派发也从未间断过。如果大盘下跌 20%,美国电话电报公司股价可能只下降 10%。自 1983 年政府对电信业解除管制、电信业完全私有化以来,该行业的竞争变得越来越激烈,其安全性已经大不如前。尽管如此,这只股票的风险还是大大低于大盘平均水平。而思科公司正好相反,大盘下跌 20%时,它一般会跌 40%,甚至还要多。所以,它得名"飞人"或"商人的风险"。持有这样的股票如同赌博,尤其是对那些在市场不好的时候又不得不抛售的投资者而言,更是严重。

当大盘向好、市场走人上升通道的时候,思科就有可

能远远超过美国电话电报公司。如果你像大多数投资者一样，看重的是稳定的投资回报，而非单纯投机，不愿意彻夜不眠地担心你的股票，期望在市场滑坡时尽量将损失控制在有限的范围内，那么，在其他条件相同的情形下，你就会偏好一种更稳定的证券投资。于是，我们可以得到证券价格评估的第3条规则。

规则3：在其他条件相同的前提下，股票的风险越低，憎恶风险的理性投资者就越是愿意为之支付较高的价格。

我得提醒投资者注意，仅仅用"相对变动性"衡量风险并不全面。本书第九章将进一步探讨股价评估中的风险因素。

决定因素4：市场利率水平。

股市虽然重要，但它并不是世界的全部。投资者应该研究，除了股市之外，还可以从其他渠道获得多少收益。如果市场利率足够高，则无疑可取代股市投资，因为它可以为投资者带来稳定的回报。80年代初期，投资级公司债券收益率接近15%。信用等级稍差的公司所发行的长期债券，收益率更高。这段时期，股票的预期收益率难以望其项背，于是资金大量流向债市，股价大幅下跌。当股价最终跌到相当低时，大部分投资者开始打算入市抄底。1987年，债券利率再次大幅上涨，此后10月19日股市就出现大崩盘。这很能说明问题，换句话说，

只有股价足够便宜[1]，股市才有可能与高收益的债券抗衡。

另一方面，市场利率下降，固定利息债券对股票里的竞争力就会很低，股价会趋于上涨。90年代，银行大额定期存款单利率降到4%以下，美国国债利率低于6%的水平时，银行和债市的资金便大量流入股市，推动股价上涨，于是，我们又得到了基本分析原理的最后一条规则。

规则4：其他条件不变，利率越低，理性投资者就越愿意为一只股票支付更高的价格。

两条重要告诫

四条股票定价规则表明，公司增长率越高、增长持续期间越长、股利支付越多、股票风险和市场利率水平越低，证券的基本分析价值（以及市盈率）就会越高。

前面谈到过，经济学家已采纳以上规则，并将其写成数学公式以方便股票定价的计算。总体说来，这些原则在分析股价内在基础、指导投资者投资上的作用突出。当然，这些规则还必须付之于实践来验证其是否与实际情况完全吻合。在我们考虑准确使用和验证这些规则之

① 可以换种说法解释这个问题。高利率使现有的资金具有高收益，因此递延收入的折扣（贴现）就越厉害。当前利率水平越高，未来股息回报的现值就越低。利率与股票价值之间的关系稍微要比这复杂一点。假定投资者预期通货膨胀率从5%上升到10%，这将驱使利率上升5个百分点，以补偿固定收益债券投资者的购买力损失。假如其他条件不变，股价会下跌。不过，通货膨胀率预期值较高的话，投资者会估计公司收益和股息增长率也会上升，从而带动股价上涨。本书第十二章将更深入地讨论通货膨胀、利息、股价三者之间的关系。

前，我们必须谨记两条告诫：

告诫1：对未来的任何预期都无法当场验证。

甚至连简·迪克逊(Jeane Dixon)本人也无法准确地预知未来的一切，但却有些人深信证券分析师对公司远期增长前景和增长期间的预测。

预测未来收益和股息是一项碰运气的职业。它不仅需要经济学家的博学和技巧，同时也需要心理学家敏锐的洞察力，更重要的是要冷静客观。这极其困难(过分乐观和过度悲观是预测师的两大禁忌)。60年代初期，世界经济和国际形势相对稳定的时候，投资者们对于即将到来的经济繁荣和持续增长都深信不疑。人们预期大部分公司会有一个较高的增长率。1980年，经济遭受了严重的滞胀，世界形势极不稳定，投资者们只得对大多数上市制定一个较低的增长率。90年代后期，美国投资者深信，一个高增长的新时代和无限期的经济繁荣必将到来。

千万记住，不管你用何种公式预测未来，这些公式本身或多或少是建立在一些不可靠的假设前提条件上的。华尔街的许多投资者自称能预测未来，其实他们也像普通人一样，难免有失手的时候。萨缪尔·戈德温(Samuel Goldwyn)曾说过：预测难，对未来预测，那更是难上加难。

告诫2：不可能从不完善的数据中计算出确切的数字。

大家都明白，用不确定的数据就别想获得确切的计算结果，但为了获得预期的结果，投资者和分析家却一直在干这样的事。下面是一个例子。

假定有这么一家公司，你听到了许多关于它的利好消息，对公司的发展前景作了一番研究后，你得出结论：该公司能在长时间内保持相当高的增长率。问题来了，到底多长呢？10 年？

然后，你开始根据公司当前分派的股息、股息的预期增长率及一般利率水平（可能还会根据该股票的风险进行调整）来计算该股票值多少钱。遗憾的是，你发现该股票的估价比当前的市价稍微低一点。

你现在有两种选择，要么认为该股价偏高而放弃买入，要么你会说"这只股票的增长率也许可能会持续 11 年而非 10 年呢！10 年也仅仅是我们初步的一个猜测啊，11 年又未尝不可呢？"于是，你再回到电脑前一番计算，这次得到的估价高于市价了。基于这一"准确"分析，你便采取了自认为是"合情合理"的买入策略。

上述把戏的要害在于，增长期越长，个股未来产生的股息现金流就越多。这样一来，股票的"现值"便取决于计算者本人了。如果 11 年的时间还不足以自欺欺人，那 12 年、13 年或许足够。只要变动增长率和增长期限的组合，任何股价都可以得到。从这一层意义上讲，考虑到人性的弱点，公正客观地估算一只股票内在价值根本是不可能的。

J. 彼得 · 威廉森（J. Peter Williamson）的名著《投资学》一书中，向我们列举了另外一个例子。威廉森用与前述相同的估价方法预测了 IBM 公司股票的现值（或内在价值），也就是通过 IBM 公司股息的增长速度和增长期间来估算 IBM 的股价。当时，IBM 股票属于美国最早的

几只“成长性股票”，威廉森作了一个合理的假定，认为IBM在几年内能保持一个相当高的增长速度，然后进入一个增长率相对较低的成熟期。当他作这一预测的时候，IBM的股票价格是每股320美元(未拆细)。

首先，我预计该股票每股收益将以每年16%的速度增加，这比此前10年的平均水平低一点。我预计10年内的增长率是16%，然后在无限长的时期内保持2%的增长率。当我把所有的数据放人公式中演算时，得到了该股票的真实价格为每股172.94美元，只到当时市价的一半。

鉴于IBM公司股票的市价与内在价格之间差距悬殊，威廉森认为他对将来的预测可能是不准确的。于是，他开始进一步实验：

IBM公司高于一般水平增长率的持续期间仅10年？不对吧？于是，我将该公司的增长期间延长至20年。现在该股票的真实价值为432.66美元，高出市场价格许多。

如果威廉森将IBM高于平均水平的增长率的持续期间定为30年，他会得出“IBM将来销售总额是美国国民收入总和的一半”的结论。事实上，我们很清楚IBM在80年代中期就停止了增长，90年代初惨遭损失。在1994年内部管理体制改革后才开始复苏，重现活力。

以上事例给我们这样的启示：股票内在价值的数学计算公式的准确性是建立在对未来的预期这一不确定的基础之上的。这些公式中的主要变量都不可靠，只能算是对未来的一些相对粗糙的估计(可能称之为“猜测”更

准确)。根据你所作的猜测,你能说服自己以任何价格去购买一只股票。

我深信,普通股的定价基础是不确定的。即使是万能的上帝,也无法准确获知什么是一只股票最恰当的市盈率。

股票定价规则的验证

有了以上的一些规则和告诫,让我们进一步研究股价,并验证这些规则是否符合实际情况。首先,我们来验证第一条规则——股票预期增长率越高,股价就越高。

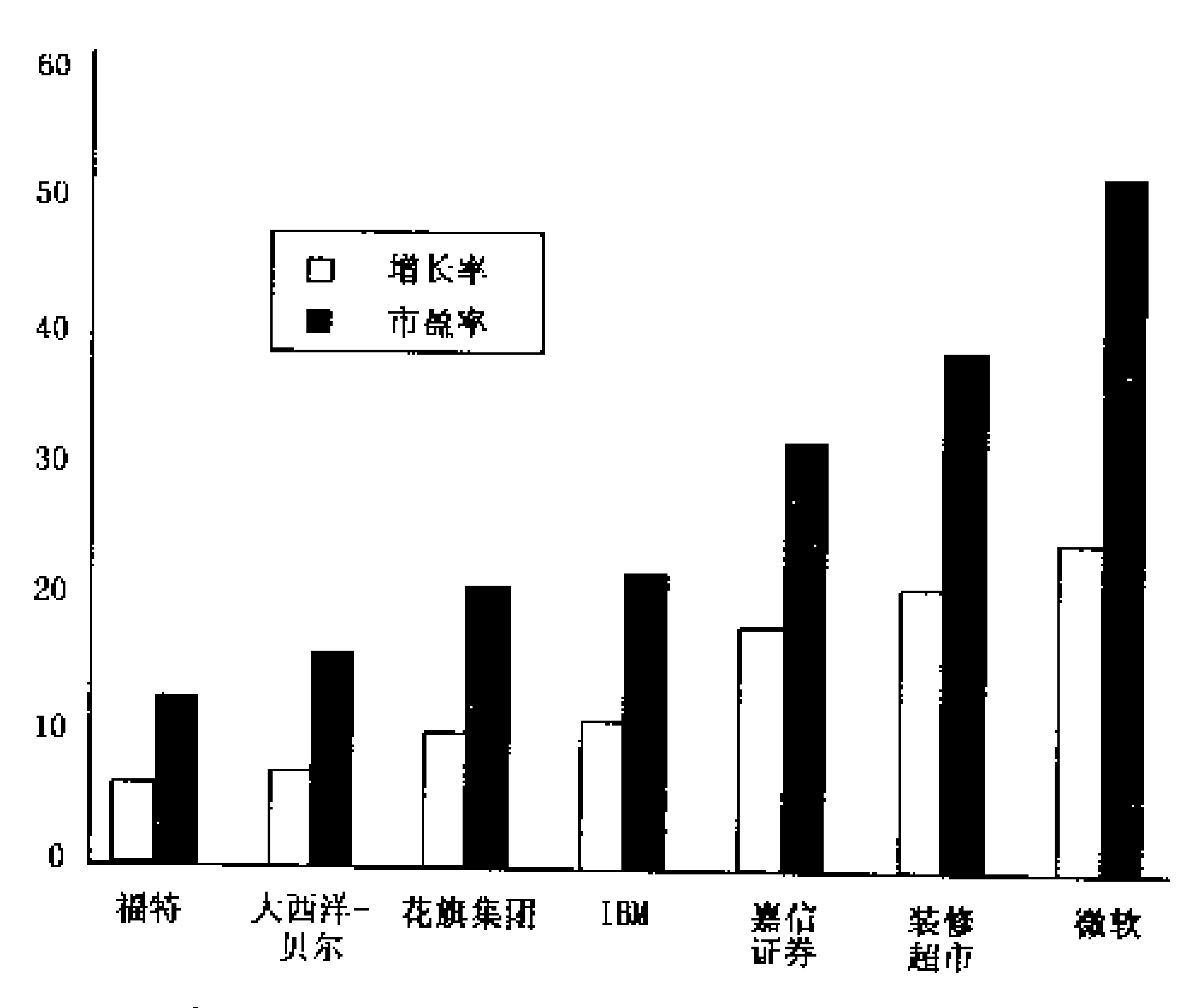
我们将这一问题换一种表述方式,用市盈率取代股价。市盈率是一种较好的股票判断标准,它可以比较具有不同股价和收益股票的优劣。一只股价为 100 美元的股票,其收益为 10 美元/股,则其市盈率为 10 倍。它与另一只股价为 40 美元,收益为 4 美元的股票的市盈率等同。市盈率能告诉你市场对一只股票的看法,而股价却不能。

问题转化后变为:预期增长率高的股票,其市盈率是否也高?根据约翰·克拉格(John Cragge)和我所作的研究,该问题的回答是肯定的。

市盈率数据很容易收集,《纽约时报》和《华尔街日报》每天都会公布。要收集与"预期增长率"的信息,我们对 18 家主要投资公司进行了问卷调查,这些公司本身的业务就是预测未来,并据此为客户提供买入或卖出的咨询建议(我将在后面详细讲述这些公司是如何进行预测

的)。我们收集了每家公司对多家股票未来5年增长率的预期。

此处不详述有关统计技术的细节①。下图列出了1998年几只代表性股票的情况。很明显,股票市盈率与其预期增长率成正比。自1961年我们着手该项研究以来,每年的研究结果都是如此。



较高的长期预期增长率将推动市盈率上涨②

除了可以解释市场对不同股票增长率的评价之外,这一图还可用作投资者的实用投资指南。假定你正在犹豫是否吃进一只预期增长率为10%的股票,你发现市场上增长率为10%的股票,平均市盈率是21倍(例如花旗

① 具体方法参见本章的参考文献。
② 1998年数据。

银行),而你关注的股票市盈率为25倍,于是你可能就会放弃该股。反过来,如果你关注的股票的市盈率比具有相同增长率股票的平均市盈率低,这只股票就比较划算。在后面的几点中,我将验证这一规则,并分析几种可能存在的陷阱。

第2、3、4条规则又对不对呢?既然我们能验证市盈率和预期增长之间的关系,我们同样也能收集到必要的数据、找到合适的方法来验证除增长率以外的股息派发、风险、利率对股票市盈率的影响。本书的旨趣不在于具体的验证方法,而在于了解股价评估的内在逻辑。股票价格的波动似乎是遵循基本分析原理4项规则的,这让我们比较宽慰,因为股市到底还是有点理性的。

再来一条告诫

股价似乎的确有一定的内在逻辑。通过近几年的观察,我们发现,股价不仅与预期增长的不同模式有关,而且也与基本分析原理中的其他重要价格评估因素息息相关。

告诫3:对象不同,情况亦不同(具体问题,具体分析)。

对特定的基础变量,到底市场取值会是多少,这是真正的难点所在。事实上,市场价格的上涨与增长率提高、市盈率上升通常是相伴而生的。问题关键在于,如果一只股票的增长率提高了,你愿意付多少钱去买进?

没有现成的答案。某些时期,比如60年代初至70

年代，市场对增长率极为追捧，投资者愿意为那些具有高增长率的股票支付高价。而在 80 年代后期和 90 年代，“高增长股票”相对于市场的平均市价来说，溢价水平并不高。

下表说明了这一点。在快速增长时期，IBM 市盈率一直高于市场平均水平。但其市盈率与市场水平之间的差距变化极快。1961 年 12 月 IBM 市盈率是市场平均水平的 3 倍多。而 5 个月后，前者不到后者的 2 倍。1970 年，尤其是在 1980 年股市低迷时期，IBM 公司股票的溢价仅稍稍高于市场平均水平。虽说八九十年代 IBM 公司的增长前景比之于 60 年代已明显黯淡。但是，1961～1962 年和 1968～1970 年这两段时期中市盈率的巨大变动恐怕不能用 IBM 的增长预期变化来解释。

IBM 和市场的一般市盈率[a]

	IBM	市盈率 标准—普尔指数	溢价：IBM 市盈率相当于 标准-普尔的百分比(%)
1961 年市场最高值	64	20	320
1962 年市场最低值	29	16	181
1968 年市场最高值	50	18	278
1970 年市场最低值	25	16	156
1972 年市场最高值	44	17	259
1980 年市场最低值	9	7	129
1998 年市场最高值	22	25	88

[a] 标准-普尔工业指数(1972 年为 425 种股票指数，1980 年、1998 年为 400 种股票指数)。

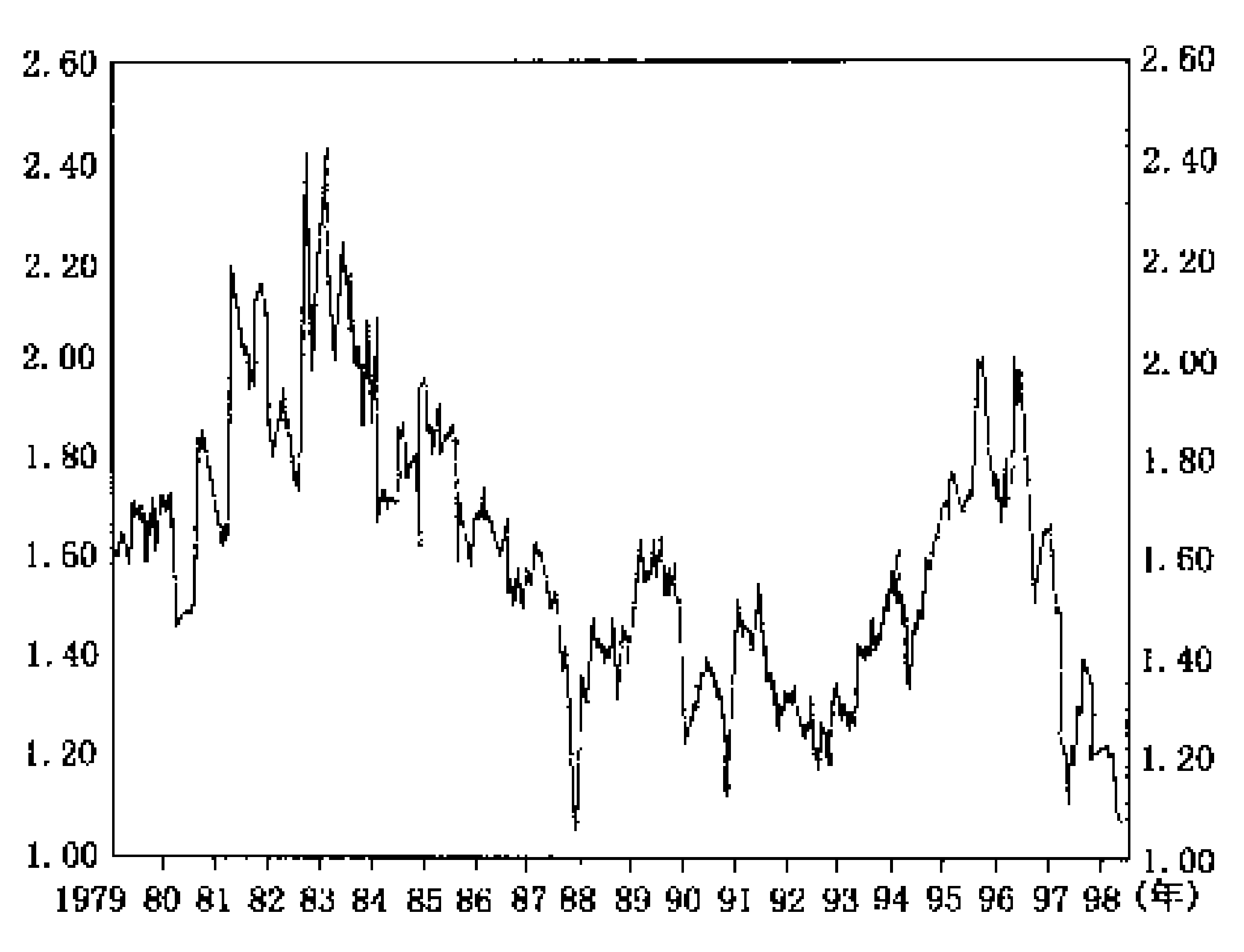
下图用类似的方法研究成长股的溢价变化，它反映

了史密斯/巴利新兴增长股指数与标准-普尔500指数之间的溢价变动。该图无疑会使那些相信存在稳定、长期股价评定标准的投资者深感失望。增长就像郁金香球茎，有流行的时候，也有臭大街的时候。80年代初，成长型股票的价格相对于整个市场的平均水平来说，已经到达了最高。而在90年代后期，成长型股票的溢价比前20年的任何时候都低。

从实战角度来说，市场定价的急遽变化表明，将任何一年的股价关系作为市场的普遍标准来看是极其危险的。但通过比较过去和现在的市场价格，投资者们至少能避免那些缺乏理性的投资者在郁金香球茎热中所犯的错误。1973年，本书的第一版出版时，我曾警告过投资者，投资成长股时，应分外小心。因为成长型股票的市价大大超过了其真实价格。下图表明，目前成长型股票的市盈率相对较低，在新千年里，成长型公司很可能会为投资者提供较好的回报。

基本分析的其他方面

有一著名的犹太教士，善解纠纷，人称"现代所罗门王"。一次，他应邀解决两个哲学家之间旷日持久的争论。在用心倾听了第一位哲学家令人信服的陈述后，他思索了一会儿，裁定：你是对的。然后，第二个哲学家用同样有说服力的论据阐明了他的观点，并用其独特的雄辩才能反驳第一个哲学家的论点。教士点头称是，又说：你是对的。旁观者弄糊涂了，他将教士拉到一边，抱怨



史密斯·巴尼新兴成长指数的市盈率相对于
标准-普尔500的溢价水平

说:你说他们两个都对,但是他俩的观点正好相反,不可能都对吧? 教士沉思片刻说道:你确实是对的。

在裁定基本分析理论家和空中楼阁理论拥护者之间的争论时,我的处境就像那个和稀泥的犹太教士,左右为难。基本分析原理中的基本原则对股价的深刻影响是显而易见的。我们已经看到,股票的市盈率受预期增长率、股息派发、风险和市场利率四因素的影响。收益增长率的预期越高、股息分派越多,股票的市盈率就越高,而高风险或是高利率对市盈率则起负面影响。基本分析派说得不错,股市的确存在一定的内在逻辑。

现在,该说的都说了,该验证的也都验证了。很明显,股价的评估有一个标准。但这却是一个灵活多变、不可靠的标准。打个比方,股价是船,基本因素是锚,船是

由锚固定住的，但“船锚”可以从这里拔出，再挪到那里固定下来。我们所找到的价值评估标准并非像物理学上的定律一样亘古不变，而是一种灵活多变的关系，它们严重地受到大众心理的影响。

不但市场能改变股价评估基本因素的具体数值，基本因素本身也易受市场心理的影响而发生变化。买股票是买预期，不是买事实。

对股价有决定性影响的基本因素应是公司未来利润、股息的增长水平和持续的时间。但是，我在前面已指出，未来收益增长很难预测，即使市场专家也办不到。当过分乐观时期，投资者容易轻信他们所偏爱的公司能在较长的一段时间内保持持续、稳定的增长，连那些最为理性、冷静的基本分析理论家也会提高对未来增长的预测来说服自己以任何价格认购一只股票。

当股市被过度悲观的情绪所笼罩的时候，许多证券分析师不会相信任何短期内不能实现的增长预测。他们对增长率的预期变得非常保守。既然预期增长率和市场为该增长所愿意支付的价格会因市场心理的变化而变化，股票的内在价格就变得难以捉摸、遥不可及了。华尔街流传着这样一句格言：牛市里，再高的股价也不算高；熊市里，再低的股价也不为低。

建立空中楼阁和快速致富的梦想也许会对股票价格的评估起重要作用。那些信奉基本分析原理的投资者甚至也可能因预测到“大众对股票未来增长率预期的上升”而认购一种证券。那些希望获得巨额利润的投资者可能会发现，回报最高的做法应该是抢在所有投资者出击股

市前行动，并预测到股票内在价格将来的可能变化。

以上分析给我们这样的暗示："股市不可能永远持续郁金香热。"现存的、为公众所接受的一些股票定价原理像平衡轮一样在发挥作用，因为那些空中楼阁的投资者会想，如果股价大大超过了其真实价格，大家都会猜测公众将预期股价下跌。没错，这些定价标准并不严格，也很难估算，但是，在不断飙升的股市中，迟早会有一些投资者可能会将股价中隐含的增长率与预期可能获得的合理增长率相比较。

在我看来，这两种定价方法都多少反映了股市行为。关键在于如何将这些原理付诸实践以制定有效的投资策略。在本书随后的第2部分我将进一步论述市场分析师是如何将这两种投资方法付之于实践的。在第三部分，将向你验证学院派的投资理论。

第二部分

专业投资者的玩法

第五章

技术分析与基本面分析

百闻不如一见

——古老的中国谚语

在1997年10月28日这一天，纽约证券交易所大约有总市值为500亿美元的12亿股份交易量；而现在，在纽约证交所行情牌上，一天交易250亿美元的股票已经是司空见惯。但这仅仅是“故事”的一部分。同时，更加庞大的交易量正在纳斯达克市场上不声不响地进行着。此外，在美国证券交易所以及一些地方性交易所里还活跃着巨额的股票交易。数以万计的职业投资分析家和咨询者都被卷入到这场发生于城市里的最为惊心动魄的游戏之中。

如果你的赌注下得够大，那么你赚的钱也绝不会少。在华尔街，一个刚刚从哈佛商学院

毕业的“新手”通常每年能挣到 12.5 万美元；而那些经验丰富的分析师和手段老道的营销者——他们被委婉地称作“账户决策人”——则要比那些“菜鸟”赚得多得多。拿得最多的人要算是货币经理，这些男男女女“驾驭”着规模庞大的共同基金、养老基金和信托基金。据说，亚当·斯密在完成其畅销力作《货币游戏》之后，曾向人炫耀自己从这本书上获得了 25 万美元的收入，而他的一位在华尔街工作的朋友则反唇相讥道：“华尔街一个二流机构营销员也能和你赚得一样多！”公平地说，尽管高级理财这个职业的历史并不长，但毫无疑问，它已经成为了回报最为丰厚的职业之一。

这本书第二部分将把目光集中在活跃于华尔街、拉塞尔街、蒙特格梅街以及其他各个金融中心的职业投资者身上，并进而介绍他们的投资方法和经验之谈。同时，我们也会告诉读者像普林斯顿和加州柏克利这些高等学府中的学者们又是如何看待专业人士的论断的，不久你会发现学者们的“论断”其实就是：职业投资者的建议并非物有所值。

而“学院派”自己则是一批“臭名昭著”的无聊者。他们恪守着“不出版，毋宁死”的震撼人心的座右铭，整日忙于发表连篇累牍的论文，其最终的目的或者是为了推翻他人的理论，或者是为了捍卫自己的著作，抑或是给那些已被广为接受的观点锦上添花。

“随机游走”理论或“有效市场理论”正好是一个恰如其分的例子。现在，关于这种理论，我们大致有三种观点：“弱型效率”假说，“半强型效率”假说和“强型效率”假

说。它们的基本观点应该说是一致的，即除长期趋势以外，未来股票价格的预测就算不是完全不可能，那也是近乎于不可能的。“弱型效率”假说认为你无法通过以往的股票价格去预测未来的股票价格；而“半强型效率”假说则进一步认为即便利用公开信息去预测未来股票的价格也将是徒劳的；“强型效率”假说则更是“得寸进尺”，它断然主张即使是尚未公开的信息也不能作为预测未来股价的基石，也就是说，所有你已经知道的信息，甚至是你能够获知但尚未获知的信息都已经在当前的股价上有了最为充分的体现。“弱型效率”假说攻击的是技术分析的支持者，而“半强型效率”假说和“强型效率”假说则把矛头指向了被基本面分析者奉若神明的信条。

技术分析对抗基本面分析

精确地预测未来股价的走势并进而找到适当的买卖时机，理应成为一名投资者最为矢志不渝的努力方向。在追逐财富的过程中，各种五花八门的方法可谓层出不穷，从科学的真理一直到神秘的巫术。当今，有些人通过测量太阳黑子来预测股价，有些人则借助于对月亮位相的观测，更有甚者将预测股价的希望寄托在测量圣安得里亚断层的震动次数上。然而，大多数投资者的选择还是集中在两种主流方法上：即技术分析和基本面分析。

这两种为广大职业投资者所惯用的技术方法是和我在第一部分所提及的两种股票市场理论紧密联系在一起的。技术分析旨在预测买卖股票的适当时机，它为“空中

楼阁”定价理论的信奉者所青睐，而基本面分析则重在利用基本分析理论的信条来挑选个股。

从本质上说，技术分析就是股价图表的制作和阐释。因此，人们将该理论为数不多的坚定执行者称之为“图表主义者”。他们研究“历史”——包括股票价格过去的走势和成交量，并以此作为线索去探寻股价未来变化的方向。大部分“图表主义者”坚信市场无外乎是由10%的逻辑和90%的心理所构成，因而，他们一般都赞成“空中楼阁”理论，并且认为投资其实就是揣摩其他投资者行为的“心理战”。当然，图表所能讲述的仅是其他市场参与者过去的行为。然而，“图表主义者”的要求绝不仅限于此，他们希望能借助于对其他投资者过去行为的细致研究来“照亮”这些投资者未来可能的行为路径。

基本面分析者则采取了与前者截然相反的态度，他们认为市场应该是由90%的逻辑和10%的心理所构成。他们并不关心以往股价走势的特定形态，而是将主要精力用来挖掘一只股票的真实价值。这里所说的“价值”与上一章基本分析理论所概括的成长性、红利派发、市场利率和风险这几点因素有着密切的联系。通过对每一家上市公司上述诸因素的评估，基本面分析者将能够触及到一只股票真实的内在价值。如果股票的内在价值高于现在的市场价格，投资者则会被建议买进该股票。基本面分析者相信，市场最终一定会准确反映出股票的真实价值。大约90%的华尔街证券分析人士认为自己是基本面分析者，因为许多人认为“图表主义者”缺乏应有的权威感和职业感。

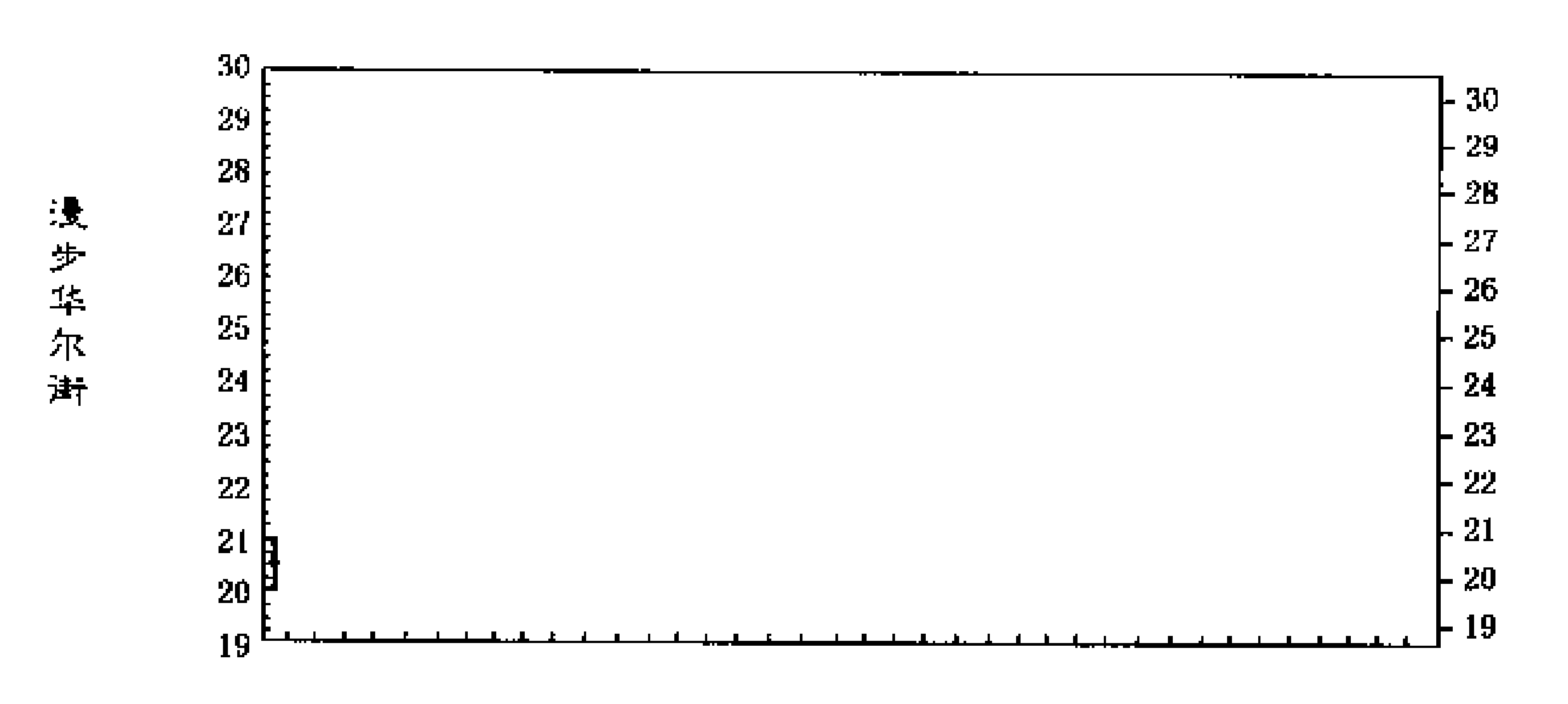
图表能告诉你什么

技术分析的第一条原则是：关于一家公司的收益，股息和未来前景的所有信息都会自动反映在公司过去的市场价格中。一张显示价格和成交量的图表已经涵盖了一切基本面上或好或坏的信息，而这些信息正是证券分析师所希望迫切了解的。技术分析的第二条原则是：股票价格喜欢沿着已经形成的趋势变动，也就是说，处于上升趋势的股票倾向于继续上涨，而横盘整理的股票则更多的是保持窄幅盘整。

一个真正的"图表主义者"只要有机会去"领略"公司股票价格的走势图，他就会连这家公司所处的行业和主营业务都懒得去理会。无论是对"微软"，还是对"可口可乐"，一张"倒碗形"的图或"旗形图"所蕴含的技术意义都是相同的。在技术派眼中，对公司收益和股息这些基本面信息的最为乐观的看法是它们一钱不值，而最悲观的看法则认为它们会分散你的精力，从面影响最后的决策。说白了，它们或者是一些对股票定价没有意义的无关信息，或者它们确实是重要的信息，但即便如此，也都在消息披露的前几天、前几周甚至是前几个月，就已经为市场充分反映出来了。正是基于这个理由，许多"图表主义者"若不是为了追踪每日的价格行情，他们甚至连报纸都不愿去读。

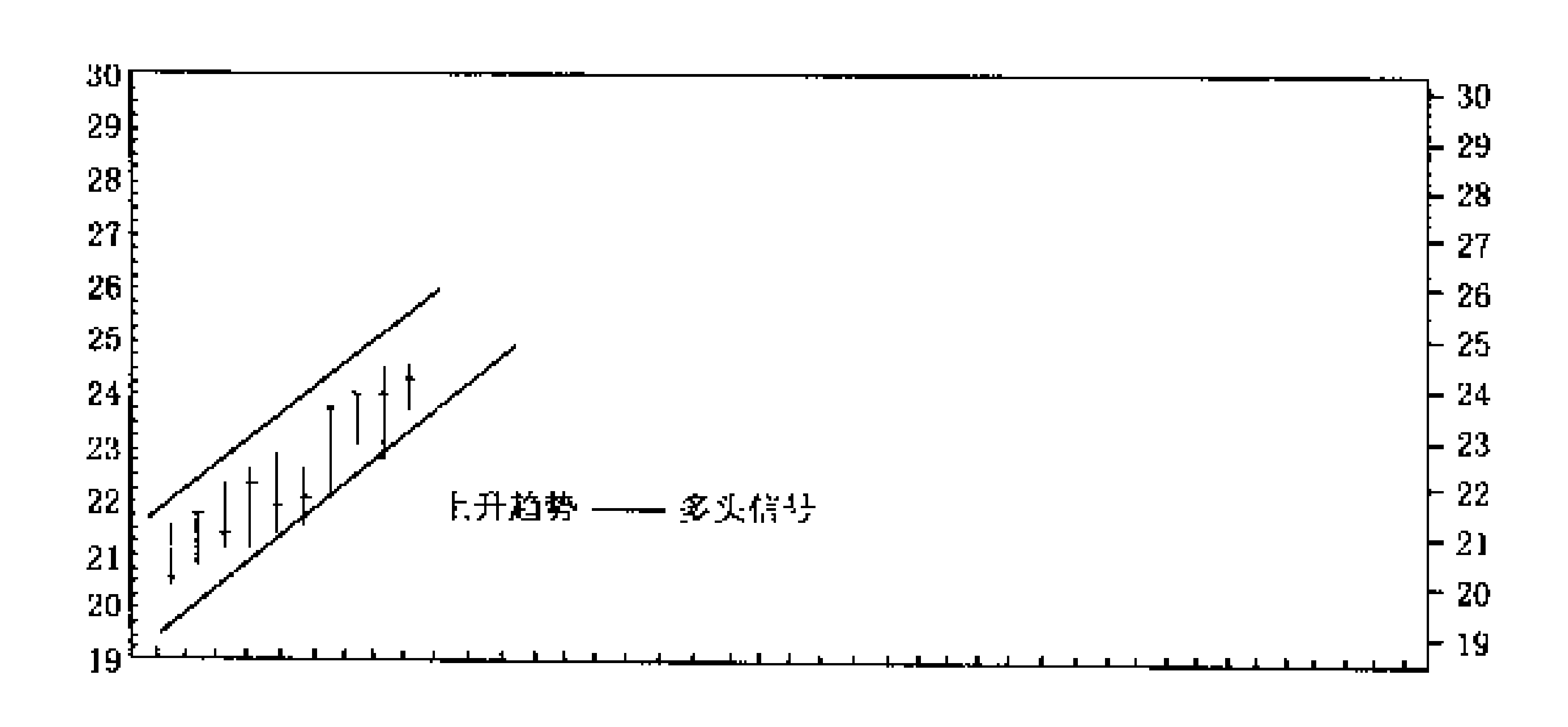
约翰·麦基(John Magee)，图表主义的先行者之一，他在马萨诸塞州斯宾菲尔德的一间小办公室里扮演

着做市商的角色，为了不让任何外界影响干扰他的分析，他用木板将办公室的窗户统统遮掩了起来。麦基的话一度被广为引用，他曾说："当我一踏进这间办公室，便会将自己的全部身心都倾注在心爱的图表上，而将这世界其余的部分一并抛诸脑后。无论是风雪肆虐的寒冬，还是月朗星稀的夏夜，这间屋子都不会有丝毫的变化。在这儿，我不会因为"旭日东升"便买进股票，同样不会因为"霪雨霏霏"就将股票抛出，因而，我的客户和我自己都少了许多愚蠢的操作。"



与图表内容的博大精深相反，它的制作确是相当简便，任何一位普通的投资者都能够轻而易举地建立起一张图表。你只需简单地画出一条垂线即可，垂线的末端代表普通股当天的最低价，垂线的顶端则代表股票当天的最高价，而交叉部分代表的则是当天的收盘价。在图中我们看到，某一天，一只股票在20到21之间有一系列的报价，而收盘价是20.5，这一过程可以针对每一个交易日重复进行。它既适用于个股，也同样适用于在大多

数报纸的金融版上都可见到的某一种股票价格的均值。“图表主义者”经常会用图表底部的另一根垂线来表示股票当天的成交量。渐渐地，我们所谈及的这只股票在图表上的高点和低点便会产生向上或向下的波动，当波动足够大时，便形成了特定的形态。对“图表主义者”来说，这些特定形态的重要性丝毫不亚于X光底片对于外科医生的重要性。



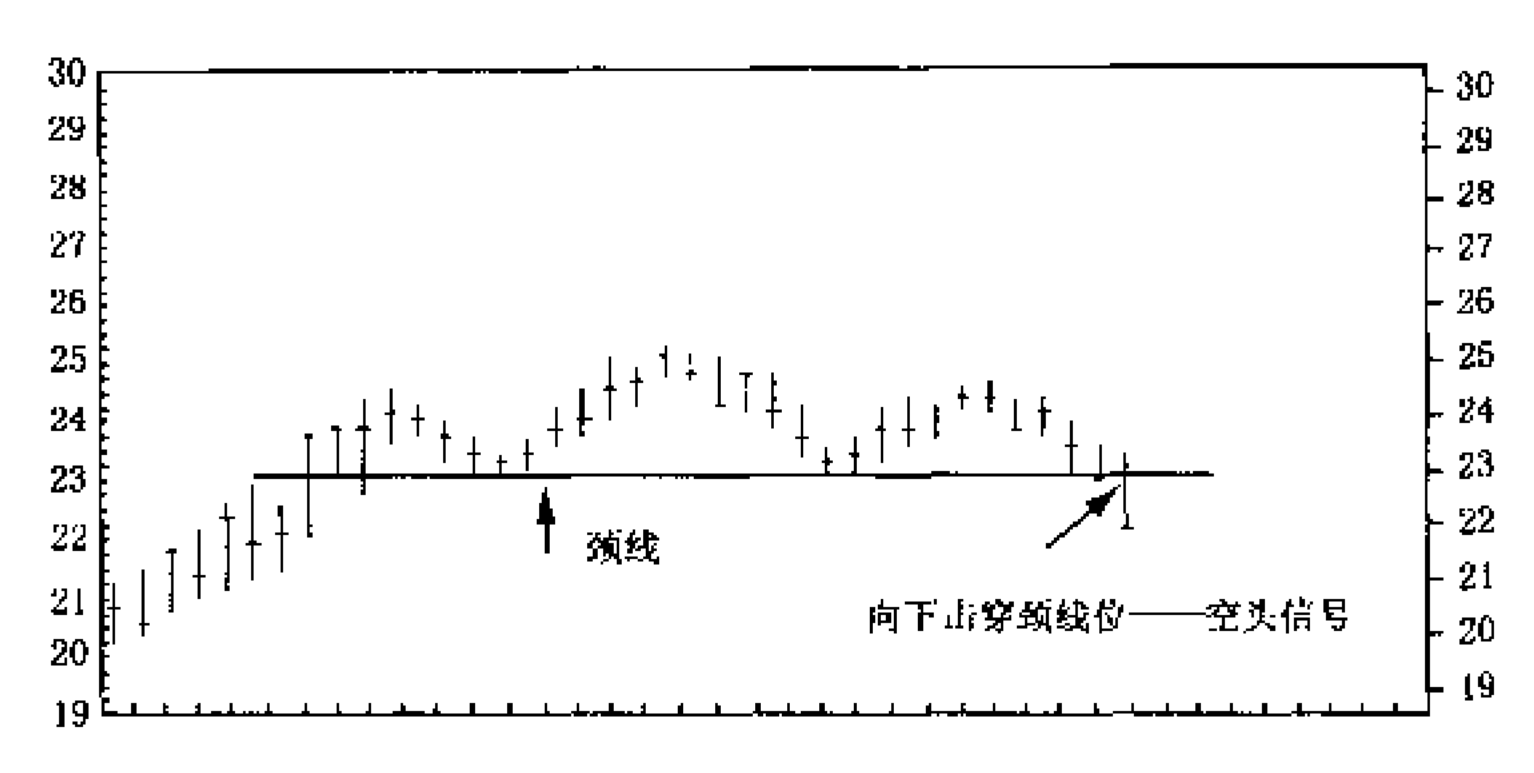
“图表主义者”所要探寻的第一样东西就是趋势，它是一段日子以来某只股票价格变动的记录，而且这些价格明显处在上升途中(见上图)。“图表主义者”会画出两条线以连结多个高点和低点，从而构筑一个描绘趋势的通道。因为图表主义假设市场中的动量有延续其自身的内在倾向，所以“图表主义者”会将这种形态解释为“牛市”行情的征兆，投资者有理由相信股价将节节上扬。正如麦基在图表主义的“圣经”——《股票趋势的技术分析》——中写到的，“价格沿着趋势变动，而趋势则倾向于延续自身，直到某种力量碰巧改变了供求平衡，趋势方告

结束。”

然而，让我们假设这只股票在上扬到24时，陷入到了滞胀的困境之中，价格难以进一步向上突破，这一情况被称为“阻力位”。此时，股价可能会作一个窄幅的快速波动，转而掉头向下。“图表主义者”认为有一种形态可以明确地发出市场“见顶”的信号，这就是“头肩顶”形态。下面的这张图显示的正是这种形态。

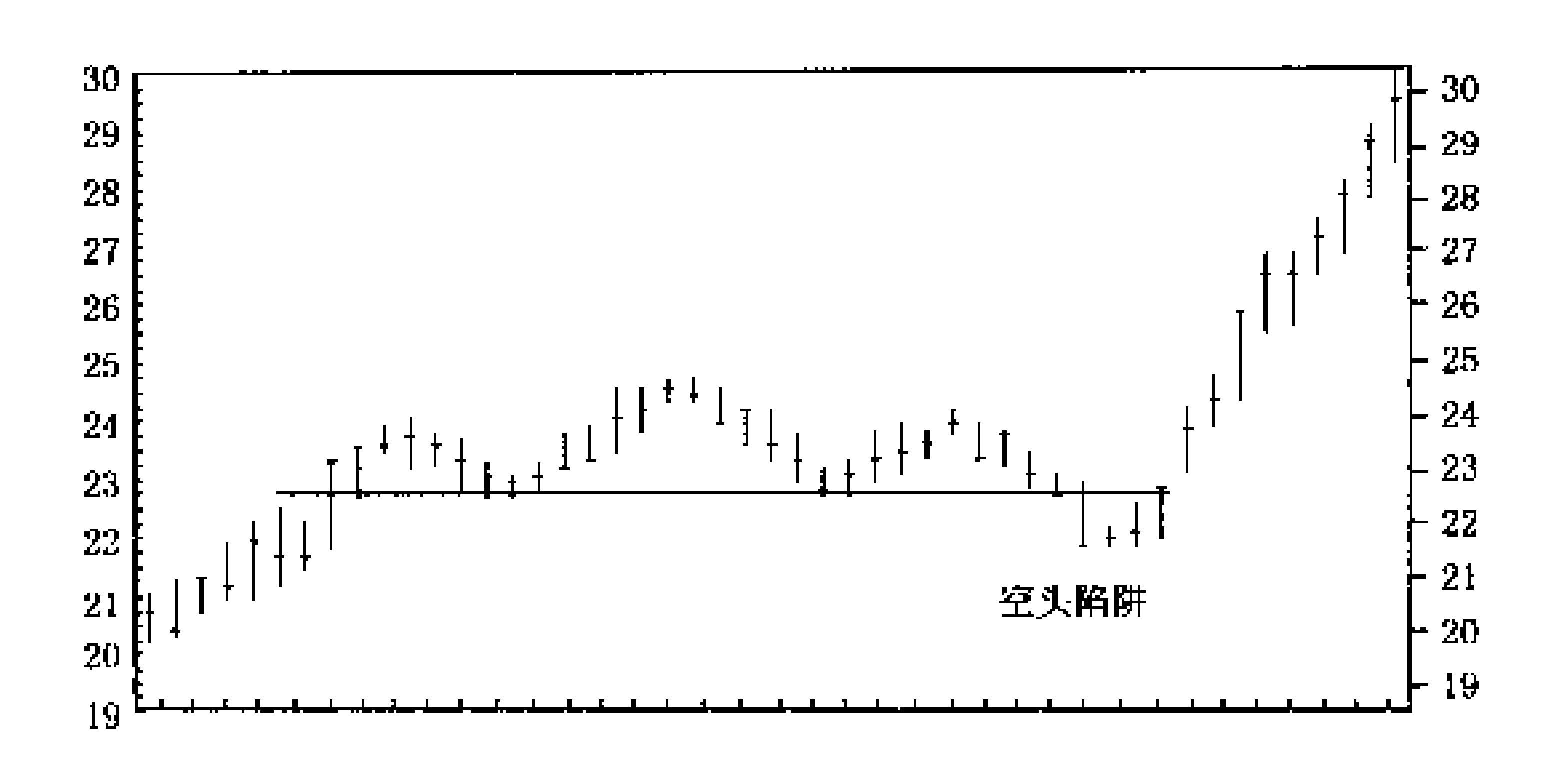
股价先是上扬，继而小幅下挫，形成一个圆形的左肩。此后，股价再次上攻，在又一次下跌之前到达一个相对高点，就此形成一个头部。最后，再形成右肩，此时此刻，“图表主义者”屏息凝视静静等待着卖出信号的来临。一旦股价击穿“颈线位”，即意味着一声清脆响亮的卖出信号已发出。带着德拉克拉伯爵目睹其受害者时的得意神情，“图表主义者”会卖出股票，迅速离场，而后期待着一个绵绵阴跌会接踵而至，就像过去屡次发生的那样。当然，有时候市场也会让“图表主义者”大跌眼镜。例如下表所示，股票价格也可能会在发出空头信号后立即反转，继而快速拉升至30，以此来结束这一趋势，这被称作“空头陷阱”，或者如“图表主义者”所说，是在检验法则过程中的例外。

根据这项技术来推断，我们不难发现“图表主义者”其实都是“短线客”，而非长线投资者。当图表显示利多时，他们便会买进股票；而一旦“凶兆”出现，他们就会毫不犹豫地将手中的股票抛出。他们对待股票的态度就好像在和异性调情，他们的成绩无非是那些频繁进出市场的交易记录，而不是长期回报的承诺。事实上，正像精神



病专家唐·D. 杰克逊(Don D. Jackson)以及《牛市、熊市和弗伦德博士》的作者阿尔伯特·哈斯(Albert Haas)爵士所说的，这样一种人也许正在沉浸于公开转换"性角色"(牛—熊)的游戏之中。

当"图表主义者"选择一只股票作为潜在投资对象时，通常会有一段时间的观察期，而且在他"承诺负责"之前还得有一番"卿卿我我"，这正像浪漫的异性征服过程，节奏是最为重要的。当他购买的股票脱离了底部形态而连创高点时，他会有一种无以名状的兴奋自心底油然而生。最终，如果一切进展顺利，他还可以有一个圆满的结局：将赚来的利润装进口袋，而后悠闲自得地去欣赏落日的余晖。"图表主义者"的用词有其自身的特点，例如这样的术语：双底形态、突破、连续破位、稳步盘升、大行情、屡创新高和超买。所有这些形态都是在旗形呈明确的"性别特征"——牛市时才会发生。



"图表"方法的理论基础

为什么图表会理所应当地有此功能呢？这恐怕是一个最难回答的问题。我有几位挚友，他们也是"图表主义者"，我曾经洗耳恭听过他们精彩的解释，但说句实话，我至今仍然没有真正搞清楚那是怎么一回事。事实上，许多"图表主义者"都坦言他们并不知道为什么图表应该发挥作用，换句话说，为什么历史就应该有重复自己的习惯呢？甚至连图表主义的先驱麦基也只是说："我们永远都别指望能了解市场为什么会这样运作，我们所能期望的仅仅就是探究市场会怎样运作。

根据麦基的说法，股票市场的情形有几分类似于被困在猪圈里的猪的情形。猪圈的底层是完全封闭的，在它的上方有一个存放干草的厩楼，楼上有一扇敞开的大门。猪的身上套了一个挽具，一根长竹竿就被缚在挽具上，通过厩楼上的大门，你可以看见竹竿的顶端。当猪四处跑动时，竹竿便会随之移动。麦基假设，我们可以趴伏

在附近的一棵树上观察竹竿顶端的运动，而那也是我们所能看到的全部景象。我们只能通过竹竿的运动来推断竹竿下方所发生的一切，这就像市场参与者只能通过他们所目睹的价格变化来推断市场的运行一样。麦基进一步指出，我们能否知道猪的大小和颜色并不重要，甚至连它是否就是一只猪也都不重要，真正重要的是我们要能对竹竿下一步的运动作出准确的预期。

一些对高度抽象的符号备感不适的观察者们会赋予竹竿的运动以一定的含义。他们会力图将这些竹竿的移动对应地解释为进食、打斗、交配等猪的各类活动。而其他那些将他们视为纯技术的人（像麦基、本书的作者）则会观察竹竿，而后将自己的工作完全建立在竹竿过去的、现在的和期待将要发生的运动之上，而上述诸种运动又是根据已有的趋势，重复的运动以及预测等所形成的。

尽管有了这些辩解，但人的本能还是会促使我们去问一个为什么。在我看来，以下关于技术分析的解释似乎是最具说服力的。趋势之所以倾向于延续自身主要基于两点。

第一，一般认为，投资群体的心理本能导致了这种情况的发生。当投资者看见一只投机性热门股的价格步步高升时，他们往往会产生加入追逐者的行列一同分享上涨收益的冲动。实际上，价格的上扬又会进一步主张实现“美丽”预言的热情。股价的每一次攀升都会刺激投资者贪婪的欲望，从而继续憧憬着那永不间断的“下一次涨升”。

第二，有关一家上市公司基本面信息的获取途径也

存在一定的不平等性。当一些对公司有利的消息产生时，例如勘探到一座储量丰富的矿藏，这时，“局中人”毫无疑问会率先掌握这些信息，并且迅速采取行动购入股票，从而会引起股价上扬。继而，“局中人”会把内部消息转告给他们的朋友，于是第二批人会紧随其后“跟进”股票。接着，职业投资者会打探到这一消息，而大机构也会买入大宗股票来充实他们的投资组合。最后，消息才会传到像你我这样的小散户的耳中，然后我们也会买进股票，使得股价越涨越高。当内部消息有利时，这一过程被认为将引起股价逐步的扬升；反之，将导致股价渐次的回落。“图表主义者”声称，这些脑海中想象的“情节”在臭名昭著的“德州湾硫公司案”中得到了最完美的演绎，此案中的“局中人”利用尚未公开的信息而大发横财。有人坚信，即使“图表主义者”没有任何途径来获取内部消息，单单凭借对股价变动的观察他们也能发觉“机灵货币”进场的痕迹，从而使他们早早便可以开始搜集筹码了。

“图表主义者”相信，他们的技术之所以能发挥效力还有另一个理由，这就是人们都有牢记自己为某只股票已经付出的价格或是希望为其付出的价格的“不良嗜好”。举例而言，假设一只股票在很长一段时间都以每股50美元的价格在出售，而且在此期间有许多投资者纷纷购入该股，再假设该股的股价突然滑落至40美元。面对此情此景，“图表主义者”认为，当价格反弹至投资大众当初的购入价时，他们必定会急于抛出手中的股票，以此使自己在这次交易中可以全身而退。因而，当初50美元的

卖出价到了现在就会转变成一道“阻力区”，每当股价触及到这个阻力位都会转而下跌。该理论认为阻力位的逾越将异常困难，因为越来越多的投资者会感到大市或个股在此位置继续上涨的机会十分渺茫。

与“阻力位”相对应的一个概念就是“支撑位”。“图表主义者”认为，当市场在低位徘徊时，如果许多投资者未能及时买进股票，那么一旦价格上涨，他们一定会因为自己错失良机而懊悔不迭。因此，倘若股价再次回探到初始的低位，这些投资者就可能会迫不及待地抓住机会购入股票。

“图表主义者”也相信，那些在市场处于底部时卖出股票而后却看见股价上扬的投资者多少会有几分遗憾，因而，如果股价能回调至先前的卖出价位，他们必然急于将筹码拾回。那么，当初的低价区自然而然就转变成了“支撑区”，因为投资者相信股价还会再次回到该区域的上方。根据图表理论，支撑位抵抗股价下跌的次数越多，支撑力度就会变得越强。因此，如果一只股票逐级盘跌到支撑位，然后随即展开拉升，投资者可以认为该股就此脱离了底部。而一只股票成功地突破阻力位，则是另一种多头信号发出的标志。于是，在“图表主义者”的字典里，先前的阻力位顷刻间就变成了如今的支撑位，而且股价的进一步上扬应认为不是难事。

为什么图表会失灵

对我来说，提出一套驳斥“图表论”的言之成理的论

据并不困难。首先，我们应该看到“图表主义者”只有在价格趋势形成之后才会买进股票，也同样只有在既有趋势遭到破坏时才会卖出股票。然而，因为市场中剧烈的反转很可能发生得十分突然，所以，“图表主义者”经常会丧失有利的买卖时机。往往等到上升趋势的信号真正发出时，这一趋势可能早已形成多时了。其次，这种技术方法的内在的缺陷注定要毁灭它自己。任何一项技术，如果使用它的人越来越多，那么它的价值也必然会由此而递减。等到每个人都试图根据图表来采取行动的时候，便不会再有任何买进或卖出的信号价值了。

而且，市场交易者倾向于抢先一步去利用技术信号。如果他们发觉股价即将突破阻力位，那么他们往往会在突破真正发生之前便买入股票，而不是等到突破确立之后再跟进。假如在过去这项图表技术曾为它的使用者带来过不菲的利润，那么如今，只有那些“先下手为强”的人才能再次品尝到往昔的喜悦。这就表明，其他投资者将会尝试更早一步去利用技术信号。当然，行动采取得越早，对信号是否发生的判断就会越不准确，而且在提前利用技术信号的争分夺秒的过程中，那些有利可图的技术性交易法则是否还能真正发挥作用实在令人怀疑。

迄今为止，对技术性方法最有利的打击可能就来自于部分投资者个人利润最大化行为的内在逻辑。让我们举个例子，假设 Universal Polymer 当前的股价是在 20 美元附近徘徊，而此时公司的首席药剂师塞姆发现了一种新的生产技术，它有望使公司的收益和股价都得以翻番。现在，塞姆确信一旦其重大发现的消息传到市场上，

Universal Polymer 的股价将肯定达到 40。因为任何低于 40 的股票都将使购买者迅速获利，所以，只要股价低于 40，塞姆就必然会尽其所能去购买所有 Universal Polymer 的股票，而这一过程可能不消几分钟便可大功告成。

即使塞姆没有足够多的钱去推动股价上涨，他的亲朋好友和金融机构也肯定会有充足的资金使股价迅速飙升，以至于在"图表主义者"采取行动之前，这场游戏可能就已经悄然落幕了。这里的关键在于市场很可能是最为有效的定价机制。如果有人知道股价明天将达到 40，那么它今天就会到 40。当然，如果塞姆按照法律所要求的那样，就他的发现发布公告，则观点的表述就会显得更加有力。那么，股价会根据新的信息迅速的调整到位，使得所有完美的技术分析都成了枉然。在下一章，我将进一步审视对"图表主义者"的如此悲观的看法是否得到了现有论据的大力支持。

从"图表主义者"到技术分析师

尽管"图表主义者"在华尔街的声望并不高，但凭借他们充满神奇色彩的技术方法，和由此使人联想到的轻而易举的快速致富，他们的确吸引了一大批"跟风者"为其摇旗呐喊。制造和分销图表的公司，为个人、证券公司以及像 CNBC、布仑伯格和 CNNfn 这些财经新闻网提供图表分析软件的计算机编程人员都从图表的"繁荣"中分到了一杯羹，而"图表主义者"则替自己谋到了为共同基

金和经纪行效力的绝佳机会。

在计算机时代来临以前，再现市场运行轨迹的繁重的制图工作完全要依赖于人的双手。在这些日子里，"图表主义者"经常被人视为异类，他们往往被描述为戴着绿色遮光罩、满手炭墨，整天蜷缩在办公室后面的小储藏室里的怪家伙。而今，"图表主义者"的境况已经大为改善，他们的个人电脑正在提供着不可思议的技术服务，这些电脑都连结在庞大的数据网络中，而且都附有一个巨大的显示终端，只需手指轻轻一按，便可以随心所欲地绘出所希望看到的图表。"图表主义者"（现在通常称为技术分析师）脸上洋溢着小孩子摆弄电动火车的得意，绘制出全方位的反映一只股票过去所有表现的完整图表，其中包括成交量、200 天股价移动平均线（每天需重新进行计算的此前 200 天股价的平均值），某只股票相对于大市和其所处的行业的走势强弱以及其他数百个用字母表示的均值、比率和波动指标。而且，个人投资者也可以简单地通过像"雅虎"这样的互联网网站来获取不同时期的一系列图表。

基本面分析的技术

弗莱德·施韦德（Fred Schwed）爵士在其大作《顾客的游艇哪儿去了》中生动而又诙谐的再现了 30 年代金融社会的真实场景。在书中，他曾提到一个德克萨斯经纪商，这位老兄按每股 760 美元的价格卖给其客户一些股票，而当时该股市价为 730 美元，客户得知事情真相后暴

跳如雷，为此，他向经纪人兴师问罪。“嘘！”德克萨斯人打断了客户的话，而后不慌不忙地低声说道：“看来你们这些人都还不了解这家经纪行的宗旨，我们在为客户选择投资时，是以它的真实价值为基础的，我们不去理睬那虚无缥缈的价格。”

从某种意义上说，这则故事阐释了技术派和基本面派的根本差异。前者仅仅是对股票价格的记录感兴趣，而后者所关心的却是一只股票的真实价值。基本面分析者力求使自己尽量不受市场中乐观情绪和悲观氛围的左右，努力在一只股票的当前市价和真实价值之间画出一道明确的界线。

在对一只股票的真实基础价值进行评估时，基本面分析者的首要工作就是要成功地预测出这家公司未来的收益流和股息流，为了做到这一点，他或者她必须要合理地估计这家公司的销售水平、营运成本、公司所得税率、折旧政策以及必要资本的来源和成本。

从本质上看，证券分析师必须是没有神力相佑的先知。失去了神的感召，他只能求助于自己的努力。他要认真调查公司的历史记录，他要仔细回顾公司的损益表、资产负债表和投资计划，他要实地考察以获取第一手的资料，最后他还要对公司的管理层加以理性的评估。这样，他便有了关于公司基本面的丰富的数据。作为一名优秀的证券分析师，他还必须能从大量的数据中去粗取精、去伪存真。正像本杰明·格雷厄姆在《聪明的投资者》中所写的，“有时候证券分析师会让我们隐约想起《蓬赞斯的海盗》中那位博学多才的少将，当他兴高采烈地谈

论起斜拉的帆桁时，总是滔滔不绝，说个没完”。

由于一家公司未来的前景在很大程度上要受到经济大环境的影响，因此，对证券分析师来说，行业背景调查理所当然地要成为他分析的起点。事实上，在几乎所有的职业投资公司里，每位证券分析师都只是专门研究某个特定的行业群而已。基本面分析者希望从对行业状况的彻底研究中调查出一些对公司有影响的潜在因素，这些潜在因素可能会在未来发挥作用，但目前尚未被反映到市场价格中。

一个简洁明快但却一针见血的例子将有助于阐明这个过程。它涉及到80年代末由史密斯·巴尼公司（即现在的所罗门美邦）所承担的一项调查研究。此项研究包括对丧葬服务业（即死者护理）的行业分析和国际服务公司的前景分析。

报告对丧葬服务业作了一个涵盖面较广的概述。众所周知，对丧葬服务的需求受到一个不争的事实所支配，这个事实就是：我们都将与世长辞。由于美国官方统计部门提供了大量翔实的数据，所以，对行业潜在市场的估计显得不费吹灰之力。你只需看看各年龄层的人口总数，然后再将这些数字乘以各年龄群体的死亡率即可大致算出潜在的市场规模。史密斯·巴尼报告基于人口统计所提供的两张表得出结论：死亡率的上升趋势将一直延续到21世纪。同时，史密斯·巴尼报告也指出该行业尚处于一个高度分散的状态，它基本上是由年均收入15万美元的小型家族式企业所构成。因为它们的规模普遍不大，所以大部分的运作无法体现出规模经济的优势，从

而对职业投资经理来说，他们并不是非常合适的投资品种。

接着，报告转向了对国际服务公司的分析。在当时，这家企业运作着189家丧葬机构。它不仅是该行业中规模最大的企业，而且它的平均年收入都高达55万美元，这个数字足足是全国平均水平的3倍多。当然，管理水平的高低对任何一家公司的盈利能力都是至关重要的，公司的领导层决心通过有选择的兼并和职业经理人机制的引入努力把公司打造为全行业的龙头。而且，这些政策并非是在大棒的恫吓下才得以执行，相反，在慷慨的财政激励下，所有被兼并的公司都保持了巨大的活力。除此之外，每一家丧葬机构将继续沿用他们在当地独特的名称，而且一个分权管理体系也已经投入了运作。国际服务公司相信，它们先进的管理方法在同行中应是独一无二的，对此，史密斯·巴尼报告也表示了认同。

报告进一步分析了公司管理层所作出的几项创新举措。首先，公司相对较大的规模使它得以对员工的培训、尸体的防腐以及从灵柩到鲜花的一切丧葬必备物品的采购实施集中统一管理，以此充分利用规模经济的优势。其中丧葬物品的销售是特别有利可图的一块。因而，服务公司在所有较大的丧葬机构中都开办了鲜花店。由于几乎所有的鲜花出售都与丧葬服务有关，所以，这些鲜花店又为公司抢占了大量的市场份额。此外，公司在推销"事先安排"的丧葬服务的领域里可谓始作俑者，只要顾客预先付下定金，就可以在未来得到公司的丧葬服务。这种"事先需要服务"的开创为公司带来了大量好处：

(1)他们确保了公司能够继续拥有稳定的客源，同时，未来收入也得以进一步增长；(2)他们可以在预付定金上赚取利息收入，这样，便为公司收益提供了新的利润增长点。

在过去的十年中，国际服务公司的营业额和每股收益都以超过年均15%的速度在增长。史密斯·巴尼报告对公司未来的成长性持乐观态度，特别是在公司管理层决心进一步拓展市场份额的情况下，报告认为服务公司未来的增长速度最差也能与过去持平。除了市场份额的不断增长之外，公司的股票也正在以低于标准-普尔平均市盈率40%的水平在出售，因此，以上种种迹象都显示公司目前的股价已经是大大低于其合理的内在价值了。

如果读者还能回想起基本分析理论的第一条估价原则的话，你应该知道一只股票应当以高于公司预期增长率的市盈率水平来出售。在1980年末，国际服务公司仅以5倍的市盈率水平在市场上交易，而此时大盘的平均市盈率是9倍。在1980年，人们预期整个市场的收益增长率和股息增长率不会超过10%，而服务公司被认为将有一个超过15%的增长率，因此，它的股票理应按照高于大市平均水平的市盈率来买卖。然而，由于服务公司的股票实际上是在以较低的市盈率水平(5～9倍)出售，所以我们有理由认为它被市场低估了。

当然，我们也不能忽视在第四章中所提到的其他股价原则。根据第二条原则，在其他条件相同的情况下，如果一家公司能够一方面为其自身的成长提供资金支持，

另一方面还能从其收益中拿出合理的份额用作红利的派发，那么对投资者而言，这样的公司更有价值。从这个角度上说，一个投资者对服务公司的价值打一些折扣也不无道理，因为它分配的股息(基于1980年的预期股息)只有整个市场平均水平的一半。然而，综合各方面考虑，公司出众的潜在成长性还是应成为估价过程中的决定性因素。

基本分析理论还认为，一只股票合理的市盈率越低，它所蕴含的风险反而越大。虽然服务公司在当时的确是一家小公司，由此它的风险性也确实比一些声誉卓著的“蓝筹”公司大，但是，服务上的其他方面却使它所孕育的风险要小于整个市场。首先，服务公司对国民经济的下滑有较强的抵御能力，原因很简单，人们不会因为经济衰退就可以长生不老。而且，它所经营的那些市场的成长系数也能较为精确的测算出来，因而，就此看来，服务公司的市盈率高于大盘应是顺理成章的。

利用第四章讨论过的经验数据的关系，我们同样可以论证服务公司确实拥有突出的内在价值。在1980年，也就是史密斯·巴尼对服务公司进行研究分析的那一年，公司有着15%的增长率，一般来说，人们期望公司股价应为每股收益的15倍，而事实上公司股票的市盈率只有可怜的5倍。这就进一步提高了服务公司的吸引力，使它当之无愧地成为了一只市盈率亟待改进的杰出的“候选人”。综上所述，史密斯·巴尼投资公司建议买进国际服务公司。

史密斯·巴尼投资公司的调研报告堪称基本面分析

的“典范之作”。遵循其购买建议的投资者会发现，在80～90年代期间服务公司的回报要远远高于大盘，这种状况一直延续到1999年公司盈利水平大幅滑坡方才终结。

为什么基本面分析会失灵

尽管貌似科学和真理，但它仍不可避免地隐含着三个潜在而又致命的缺陷。首先，有关上市公司的信息和分析可能从一开始就是错误的；其次，证券分析师所估计的“内在价值”也可能会含有或大或小的偏差；最后，市场可能“死不悔改”，不去纠正自己的错误。这样，股价走上价值回归之路也就遥遥无期了。

证券分析师不停地在上市公司之间奔走，虚心地聆听行业专家的“忠告”，所换来的仅是浩如烟海的基本面信息。而一些评论家竟毫不留情地指出：这些信息总的来看不名一文。投资者从有效的信息中（假设他们尚未在市场上公开）都得到了什么呢？结果无非是让他们在坏消息上赔了钱。而且，“勤奋”的分析师为了搜集信息浪费了大量的精力，而倒霉的投资者则为了“依计行事”付出了高昂的交易费用。更糟糕的是，证券分析师有时却无法根据铁定的事实对公司未来几年的收益作出精确的预测。而对有效信息的一次失败的分析竟会使收益增长率和股息增长率的预测值远远偏离其真实值。

第二个问题在于，即使获取的信息是正确的，而且它对公司未来成长性的意义也得到了合理的评价，但分析

师仍然可能估计出一个错误的内在价值。我们已经非常清楚，将成长性和其他估价因素融合成单一的内在价值的估计值可谓困难重重。不妨回忆一下，在第四章我们曾给出 IBM 公司内在价值的不同估计值，其间差别叫人目瞪口呆。我先前就说过，如果你试图获得一种衡量股票内在价值的精确指标，那很可能会像是对神秘鬼火的苦苦寻觅，最后终究落得两手空空。因此，即使证券分析师对成长性的估计是正确的，但这个信息也可能早已被市场毫无遗漏地加以反映了，而且一只股票的价格和价值的任何差异也许就是简单的源于内在价值的错误估计。

还有最后一个问题，即使上市公司的信息和内在价值的判断都是正确的，你购买的股票还是可能会下跌。举个例子来说，假如细菌分解瓶生产公司的股票目前的市盈率为 20 倍，而分析家预计这家公司有能力长期保持 25%的增长率。平均而言，如果市场上所有预期增长率在 25%的股票均以 30 倍左右的市盈率在交易，那么基本面分析者可能的结论是：细菌分解瓶生产公司是一只“廉价”的股票，并且会建议投资者买进。

但是，假设几个月后风云突变，市场中所有预期增长率在 25%的股票仅以 20 倍的市盈率在出售了，那么尽管分析师对公司成长性的估计是完全正确的，但他的客户还是将一无所获，因为市场对成长型公司的内在价值作了它自己的重新定位。市场可能会选择迫使所有股票下跌来对它们进行重新估价，以纠正以往的错误，而不是如分析师所期待的那样抬高细菌分解瓶生产公司的股

价。

而且，正如第四章的图表所显示的那样，这种定价理念的改变并不是一蹴而就的，它是在以往感受到的市场情绪的影响下通过股价日常的波动而逐渐形成的。不仅是整个市场中股票的平均市盈率会发生骤然的变化，而且就算是市场赋予成长性的"升水"也同样是瞬息万变的，70 年代"最优 50 股"市盈率大幅攀升后的情形就是一个真实的写照。显而易见，投资者千万不要把基本面分析的成功认为是想当然的事。

基本面分析与技术分析的结合

许多分析师运用综合技术去评判个股价值。其中，一种最为明智的程序可以简单的归结为以下三条法则。持之以恒并富有耐心的读者将有幸了解这些法则，它们是建立在前几章所阐述的股票定价原则基础之上的。

法则 1：只购买那些预期收益增长能连续五年以上超过平均水平的公司。

拥有一个非同寻常的长期收益增长率几乎是大多数股票投资成功的最为重要的法宝。默克、微软、国际服务公司以及所有其他历史上名副其实的"明星股"无一例外的都是成长型公司。挑选这些视收益增长为生命的股票的难度丝毫不亚于公司去实现这样惊人的成长性。这种持续性的成长不仅仅意味着公司收益和股息的增长，同时也意味着市场愿意为公司的"杰出表现"所付出的价格的上涨。因此，一只刚刚进入快速成长期的股票有机会

为其购买者赢得潜在的双重回报——收益的增加和市盈率的上扬。

法则2：永远不要为一只股票的内在价值多付一分钱。

你永远不可能准确衡量出一只股票的内在价值，虽然我一再这样认为，并且希望说服别人也这么想，但是仍然有许多分析家感到投资者有能力大致估计一只股票的合理定价。一般来讲，整个市场的平均市盈率可以成为大有裨益的“基点”。市盈率与大盘一致或略高于大盘的成长型股票，常常有着出众的内在价值。在研究中描述过的服务公司就是一个很好的例子，实际上，它的市盈率甚至还要低于大盘的平均水平。

在一个合理的市盈率水平购入成长型股票，其巨大的优势是不言而喻的。如果你对公司成长性的预测成为了现实，那么你很可能获得我在法则1中所谈及的双重回报。股价在每股收益增长的推动下会逐步上扬，而且市盈率水平在市场认同了其业已实现的增长率之后也会渐渐提高。因此，我们说收益将是双倍的。举例而言，假设你购买了一只每股收益1美元但售价只有7.5美元的股票。如果它的收益增长为2美元，并且市盈率水平也从原来的7.5倍提高到15倍(该公司目前已被市场认同为成长型股票)，那么你的初始资本就不会是原来的2倍，而是4倍啦！那时因为你7.5美元的股票已经升值为30美元(15(市盈率)×2美元(每股收益))。

凡事有利必有弊，现在让我们来考虑事情的另一面。当市场已经充分认识到一只股票的成长性，并将其市盈

率哄抬到令普通股民望而生畏的地步时，再去购买所谓的“成长股”，你就要小心其中暗藏的风险了。在《漫步华尔街》第一版问世时，像国际特色芬芳公司、雅芳产品和其他许多以成长性著称的公司，其市盈率已经高达令人咋舌的50倍以上。请读者切莫忽视如此明白的忠告：高市盈率的股票也就是高风险的股票。

非常之高的市盈率意味着它可能已经“透支”了预期中的成长性，如果情况仅限于此，那倒没什么。但要是所谓的“成长性”并没有兑现，而且事实上收益还出现了下降（或者比预期中增长得要慢），那你就得准备洗一场“凉水澡”了。这时，在低市盈率股收益增长时带来的双重收益可能就会变为高市盈率股收益滑坡时带来的双重损失。一旦收益出现下滑，市盈率也可能跟着“坠落”，但如果市盈率不是太高，那么“下坠”也不至于过分地“惨烈”。倘若你觉得高市盈率股蕴含巨大风险的例子还不够多，那你尽可以睁大眼睛看看“全美学生市场”的悲惨经历，最优50股的惨痛教训以及在第三章曾讲述过的90年代日本蓝筹股的暴跌。

由此，我想建议的是一种购买“尚未发掘”的成长股的策略，它们此时的市盈率往往还没有高过大盘许多。当然，预测股票的成长性的确是让人煞费苦心。但是，如果开始的时候市盈率就很低，那么即使成长性未能实现，甚至收益还出现了可怕的下降，对你的打击也只能是单方面的；而一旦你所期待的事情真的发生了，你的回报确是双倍的。这不失为一条对你大大有利的投资捷径。

彼得·林奇(Peter Lynch)，作为麦哲伦基金最成功

的投资经理，现在已经“归隐山林”了。但是，在基金运作初期，正是他向人们展示了这一投资技术的妙处。林奇计算每一只潜力股的增长率与市盈率之比，而且只为其投资组合购入那些该指标较高的股票。这绝不是简单的低市盈率策略，因为一只增长率为50%而市盈率为25倍的股票(增长率与市盈率之比为2)在林奇眼中要远远好于一只增长率为20倍市盈率也为20倍的股票(增长率与市盈率之比为1)。如果林奇的成长性预期是正确的，则一段时间之后，这种投资策略将产生让人瞠目结舌的回报。

我们将以上讨论的两条法则总结如下：寻找低市盈率的成长股。如果成长性果真发生了，通常会带给你双重的惊喜——收益和市盈率都会上升，从而会产生相当高的回报。小心提防未来成长性已经被充分“透支”的高市盈率股。如果增长没有兑现，损失将加倍地惨重——收益和市盈率都会下降。

法则3：寻找那些具有预期业绩增长传闻的股票，但前提是市场中的投资大众愿意在传闻上建立起价格的“空中楼阁”。

我已经多次强调了在股票定价中心理因素的重要性。个人投资者也好，机构投资者也罢，他们都不是先计算出合理的市盈率，然后再打印出买卖指令的冰冷的机器。他们是有血有肉的人，在股市中进行投资决策时，必然会受到贪婪、投机、奢望、恐惧等本能心理反应的驱使。这就是为什么成功的投资者需要具备高深理解力和敏锐的洞察力的奥秘所在了。

使投资者产生"好感"的股票能够长时间维持高市盈率，哪怕它的增长率并无过人之处；而那些遭到"冷落"的股票只能在长期的低市盈率下苦苦忍受，就算它的增长率出类拔萃也同样无济于事。有一点可以确定，如果某公司的成长性似乎已成定局，那么几乎可以肯定这只股票将吸引一批投资者闻风而动。市场并不是完全的非理性。但股票有时就像人，使一个人意气风发的特质却会让另一个人沮丧不已，而且如果利润增长的传闻总是难以得到市场的"欢心"，则市盈率的上升之路就会变得又艰难又漫长。

所以，法则 3 所要讲述的就是投资者应扪心自问，自己所持股票的市场传闻能否能够令投资大众心驰神往？由此传闻是否能产生梦幻般的蔓延效应？最后，投资大众能否在此传闻上建立起自己的"空中楼阁"，而且这一"空中楼阁"还的确是有一个坚实的公司背景作为依托？

为了遵循准则 3，你并非一定得是技术派。你可以简单地凭借自己的直觉或投机感去判断你所持股票的市场传闻是否能引起市场的兴趣——特别是能否引起机构投资者的注意。然而，技术分析者则不是这样，在他们确信某种投资理念将会受到追捧之前，他们一定要寻找出一些确凿的证据。当然，这样确凿的证据无非就是一个上升趋势的开始或者是一个预示上升趋势即将发动的可靠的技术信号。

虽然我所"提炼"的准则看起来非常合理，但重要的问题在于它能否真正发挥作用。毕竟，还有许多人也在玩这场游戏，根本没有任何迹象表明有谁能够一直是这

场游戏的赢家。

接下来的两章，我将带领读者看一看“实战记录”。第六章将提出这样一个问题：技术分析能行吗？而此后的第七章我们会看到基本面分析者在市场中的表现。这两章的内容将帮助我们了解职业投资者是如何做好他们的本职工作的，同时也能使我们合理地评判他们所提建议的价值。

第六章

技术分析和“随机游走”理论

表象具有欺骗性，脱脂牛奶也可以假冒奶油。

——吉尔伯特和萨利文(Gilbert Sullivan)

《陛下的围裙》

收益，股息，风险以及高利率的阴影，这一切的一切都不能动摇图表主义者恪守自己的使命：研究股票价格运动。正是这种对数字一往情深的执著才产生出如此丰富多彩的理论和盛行于华尔街的行话俗语。

“持涨，杀跌”，“转向强势股”，“卖出这只股票，因为它的走势已经看淡”，“不要逆势而为”，所有这些都是技术分析师向客户开出的“流行药方”，而目的只有一个，就是想打开你的钱袋美滋滋地收取佣金。

技术分析者将他们的策略搭建在“空中楼

阁"的梦幻之上，并且期待技术工具能告诉他们哪一座"楼阁"将要搭建以及如何由"底层"进人。但问题是：他们能行吗？

鞋子上的窟窿和预言的朦胧

有时候，会有学生这样问他们的大学教授，"如果你真的聪明绝顶，那为什么不能使自己变得富有呢？"这个问题着实伤了教授们的心，在他们看来，自己早已是超脱了世俗名利的束缚，心甘情愿地献身于对人类社会如此有益的教育事业的。其实，这个问题拿去问技术分析师也许更合适。毕竟技术分析的一切目的都在于赚钱，而且投资者有理由认为整天鼓吹技术分析的那些家伙理应在自己的投资中成功地实践他们的理论。

让我们来仔细打量一下这些自命不凡的技术派吧！你可以毫不费力地看到他们靴子上的窟窿和衬衫上的破领子。就我个人的经历来看，我从未见过一位成功的技术分析者，而失败者倒是屡见不鲜（当然，这是由于遵循了他们自己的技术建议所招致的厄运。如果只是怂恿客户依照他们的建议进行操作，佣金倒是十分诱人的）。然而，令人吃惊的是，这些身无分文的技术分析者却从来没有丝毫的悔恨之意。如果你在社交场合中失礼地向技术专家问起他为何会一贫如洗，那么他会极其天真地告诉你，所有的过失都在于他犯了所有人都会犯的不相信自己图表的错误。有一件令人十分尴尬的事时常萦绕在我的心头而挥之不去：有一回，当我的一位技术派朋友在餐

桌上发表类似言论时，我竟然在众目睽睽之下被食物噎了个半死。自此之后，我给自己定下了一条“清规戒律”：永远不和图表主义者一起用餐。原因当然是，它不利于消化。

约瑟夫·格兰维尔(Joseph Granvill)可能是80年代早期最负盛名同时也是追随者最多的图表主义者。当有人问及他那套“永不言败”的技术方法是如何导致他在70年代铸成大错的时候，格兰维尔平静地告诉问者，他那时正沉溺于“毒品”，因而未能在图表上投入足够多的精力。他所说的“毒品”其实就是高尔夫，格兰维尔坚信正是由于他参加了“匿名高尔夫爱好者”俱乐部，才使他真正成为了“复活的救世主”。他相信在自己今后的余生里，永远不会再重蹈股票市场中的覆辙。当被问道为什么他不使用自己的技术图表亲自介入股市从而捞上一笔的时候，他昂然宣称，自己生活的使命就是要让他人过上富足的生活，而自己却甘于安贫乐道，他曾不无自豪地说：“每一个我点拨过的人都将富裕起来。”[①]

尽管技术专家不太可能依赖自己的建议发财致富，但他们的“话术”的确高明。以下是一段由技术咨询机构发出的建议：

> 在经历了一段时间能量的重新积聚之后，市场开始逐波走强，多头迹象初现。然而，目前底部特征尚

① 格兰维尔不仅擅长预测股市的动荡，而且还能预测地球的“动荡”。在1980年，他预言洛杉矶将在1981年5月的一场超过里氏8.3级的地震中灰飞烟灭。13年之后的1999年，在洛杉矶附近的确发生了一场严重的地震，但幸运的是，这座城市并未因此而毁于一旦。

不明朗，而且道指上方40点处将遇到强阻力，因此，现在就轻言又一轮牛市行情就此展开，显然还为时过早。如果在今后的几周里，低位的支撑力度得以确认，并且大盘能有效突破旗形上轨，则股价进一步的扬升指日可待。但是，若短期底部被有效击穿，则一次持续性的中期调整将在所难免。就当前形势来看，投资者应静观其变，等候趋势进一步明朗，市场最有可能的选择将是作一个窄幅震荡。

如果你问我这番话究竟是什么意思，我恐怕也无能为力，但是我认为技术专家的心里已经有了答案，那就是："如果大盘既没有上涨，也没有下跌，那么它将保持横盘。"是的，就连天气预报者做得也要比这好。

显而易见，我对图表主义者颇有成见。这不仅是源于我个人的偏好，而且还因为我也是一名职业投资者。对学术世界而言，技术分析简直就是邪恶的撒旦，我们喜欢嘲弄它。学术界对技术分析的抨击主要是基于以下两点提出的：(1)对投资者来说，在你付出了高昂的交易成本之后，技术方法不会比"买入—持有"的策略更好；(2)它是一个虚弱的抨击对手。虽然选择这样一个倒霉蛋来攻击着实有那么点不公平，但请各位读者记住：我们是在尽力节省你的金钱。

虽然计算机的诞生曾一度提升了技术派的地位，但历史最终将证明：即使是无所不能的电脑也无力回天。就在技术分析师快捷地制出图表以指明市场将走向何方之时，学术工作者也正在以同样的速度构建图表以证明技术派已是身陷绝境。因为在计算机上验证所有的技术交易法则是轻而易举的事，所以，这项工作已经成为学者

们验证技术图表是否有效的一种令人愉悦的消遣了。

股市中存在“惯性”吗

技术派相信一只股票过去的走势有助于用来预测它未来可能的动向。换句话说，对于任何给定的一天，在它之前的股价变动顺序对预测当天股价的变化有着极其重要的意义。我们可以叫它“壁纸法则”。就如同我们认为镜子背后的墙纸会同镜子上方的墙纸有着相同的格式一样，技术分析师也同样是根据过去的股价来预测未来的股价，而其中最根本的前提在于不同时空里有着一再重复的模式。

图表主义者相信，在股票市场里存在着“动量”。他们先验地认为，正在上涨的股票将会“好戏连台”，而那些开始下跌的股票也同样会颓势不改。因此，投资者应该买进刚刚“启动”的股票，并且坚定地持有手中的强势股。而一旦股票开始下跌，或者走势低迷，则投资者就会被建议平仓出局。

有人已经通过美国各主要交易所自 20 世纪初以来的全部股票价格数据对这些技术法则作了彻底的检验。结果表明：股价过去的走势不足以用来准确地预测股票未来的变动。如果说股票市场是有记忆的话，那它也绝对是相当“健忘”的。图表主义的核心命题是不成立的，遵循其“教诲”的投资者除了付出大量的佣金外，几乎一

无所获。[1]

有一套方法可能是所有检验方法中最简单的一种，那就是将一只股票在给定时间段的价格变化与它在此后相同时间段的价格变化作一个比较。例如，技术派常说，如果一只股票昨天是上涨的，那么它今天继续上涨的可能性非常大。但实证研究的结果表明，过去价格的变动与当前价格的变动之间呈极其微弱的正相关关系，我们几乎可以认为它们不相关。上周股价的走势也未表现出与本周股价的走势有“过从甚密”的迹象，其他时间段的情况依旧如此。迄今为止，已经论证出的不同时间段股价变动的相关性都是微乎其微的，其中包含的经济意义也同样是无足轻重的。虽然在股票市场中确实有某些短期性“动量”的存在，关于这一点我们在第十章还要详加讨论，但需要支付交易成本的投资者却根本别想从中捞到半点便宜。

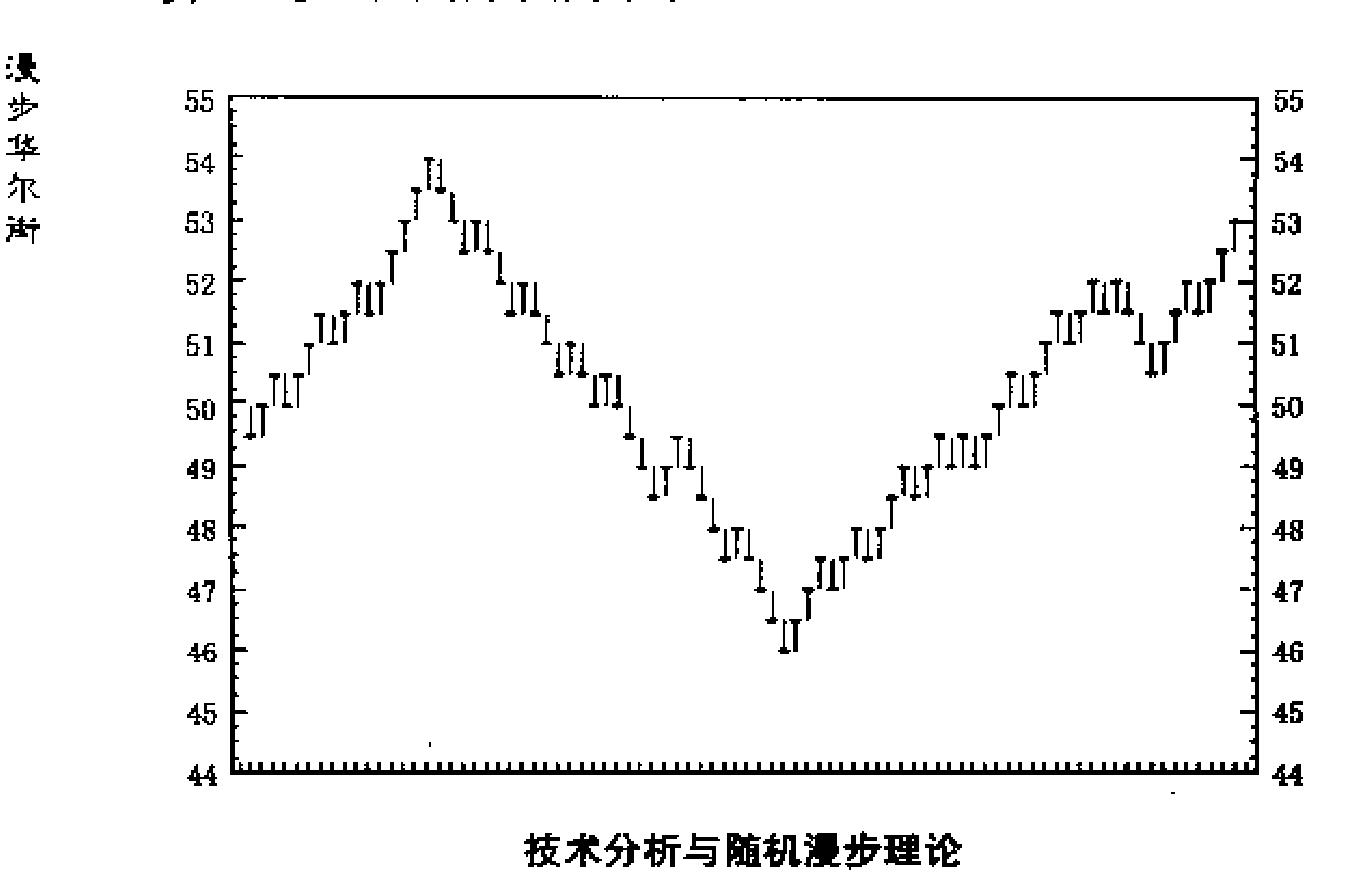
技术派认为连续数天（连续数周或连续数月）的股价会呈现出持续的同向变动性，对此观点，经济学家们也进行了深入的研究。在技术派看来，股票就好比球场上的后卫，一旦高速奔跑起来，巨大的动量将使它在短时间内很难停下来。然而，研究结果显示，事情根本不是如此简单。有时候一只股票的确会一连几天在价格上都呈现出正的变化（即股价上涨），但是你可曾想过，当你随意地掷硬币时，同样有可能掷出一长串“人头”，股价持续涨跌的概率并不会比连续扔出几个“人头”或“老鹰”的概率大。

① 有关此项研究的所有参考书可以在本书参考文献中找到。

在股票市场中，我们经常听到所谓的“持续性模式”，而实际上其发生的可能性与我们在完全凭借运气的抽彩中赢得头奖的可能性几乎是相同的。这就是经济学家们在谈到股价运动非常类似于随机漫步时的意思。

随机漫步的真相

对许多人来说，这似乎是世界上最没有意义的东西。即使是对报纸金融版最漠不关心的读者也能在股市中轻易认出这样的模式。举例而言，你只需看看下面的那幅股价图，便可了然于胸了。



技术分析与随机漫步理论

这张图表似乎是在揭示某种浅显易懂的模式。这只股票在经历了初期的一轮上涨后，便转面开始了漫漫的下跌过程，而且一旦下跌开始，便是“一跌不可收拾”。让

多头颇感欣慰的是，跌势终归还是得到了遏制，股票重新展开了又一轮上攻。我想，要是没有这一番自圆其说的解释，恐怕没人会去注意这样一幅股价走势图。那经济学家又何至于近视到如此地步，以致连肉眼凡胎都一目了然的东西也不明白了。

人们之所以会对"股市中存在重复模式"的信念如此执著，归根结底，都是"统计幻觉"惹的祸。为了阐明这个道理，还是让我向读者来描述一个我要求学生所作的试验吧！我让学生们构建一个普通的股价走势图，图上显示一只假想的初始售价为 50 美元的股票的价格变动情况。对以后相继的每一个交易日，股票的收盘价都取决于掷硬币的结果。如果掷的是"人头"，则认为股票的收盘价比前一日收盘价高 0.5 个百分点；反之，如果掷出的是硬币的背面，则要将股票收盘价较之前一日降低 0.5 个百分点。以上显示的这张图实际上就是那只假想股票的走势图，而它的数据则来源于"掷硬币"的随机试验。

这张取材于随机试验的图与普通的股价走势图相比，简直达到了以假乱真的地步，而且它似乎还呈现出一定的周期性。当然，这种从"掷硬币"中得出的所谓的周期性不会像真实的周期性那样有规律地发生，也就更不会在股市的涨涨跌跌中起到作用了。

这种缺乏规律性所引起的后果是相当严重的。你在普通赌局中手气的好坏所形成的"真实的周期性"丝毫不输给股价走势图所反映的"周期性"。而且股票处在上升趋势中的事实，哪怕在开始阶段它的的确确像一个上升趋势，也不能为当前上升趋势的持续性和可靠性的预测

提供任何有益的帮助。在股票市场中历史有惊人的相似性，但这种相似性是以千变万化的方式展现的，而且是在让所有试图通过股票以往走势中渔利的努力通通化为泡影之后才最终实现的。

通过让学生掷硬币，我们还同时仿造了其他的股价走势图，这里面有“头肩底”形态，有“三重顶”和“三重底”，甚至还有更多的“秘传”的技术形态。其中有一张图展现的是“头肩底”形态突破颈线位的完美上升图形(一个非常强烈的多头信号)。我把这张图拿给我的一位信奉“图表主义”的朋友看，毫不夸张地说，他当时简直欣喜若狂，“上帝！这究竟是哪家公司?”他惊呼道，“我们应该立刻买进它，这张图实在太经典了！我保证它下个星期一定能大涨 15 个点。”最后，当我残忍地告诉他这幅图不过是通过抛硬币的方式制成的时候，他立刻变得不再那么友好了。你瞧，图表主义者就是没什么幽默感。当《商业周刊》雇用了一名擅长冷嘲热讽的技术分析人员来对本书第一版进行评头论足时，我得到了应有的惩罚。

我的学生通过一种完全随机的过程制成了他们的股价走势图，只要硬币本身不存在问题，那么每掷一次得到正面的概率是 50%，这也就意味着股价上涨的概率是 50%，而得到反面和股价下跌的概率也同样是 50%。即便他一连掷 10 次，下一次掷到正面的概率仍然是 50%。数学家称一连串通过随机过程(例如我们仿造股价走势图的过程)产生的数字为一次“随机游走”。根据此前发生的一切去预测图表中的下一步走势是完全不可能的。

对数学家来说，根据股价走势图所记录下的一系列

有顺序的数字无异于从仿制的股价走势图——这样一个明显“异类”——上得到的随机数字。当然，也有一些股票其大部分的股价均值与它的收益和股息呈现出同样的长期上升的趋势。但对此趋势进行调整后，我们不难发现，它与其他股票走势图相比仍旧是大同小异。基于以往股价的变动，想要对一系列股价的下一步走势进行预测几乎就是缘木求鱼。不管股价在过去是快速震荡，还是牛皮盘整，到了明天，价格的上涨和下跌还是五十对五十——对半开。如果你真想预测下一步股价的涨跌，那你就必须知道我下一次掷出的硬币是正还是反，但这可能吗？

实际上，股票市场不可能要求当前的价格与过去的价格之间保持数学家理想中的完全独立性。这其中一定会有某些相互“依存”的踪迹可寻，对此，第十四章将展开更为详尽的论述。然而，这种存在着的系统性联系其实是相当微弱的，以至于它对投资者而言显得用处不大。为了利用这种依存性所付出的交易成本要远远大于你能从中捞到的好处。因而，“随机游走”理论的“弱型效率”假说对此作过一段精彩有准确的评论，现摘录如下：

> 你不要奢望从股价变动的历史中找到任何有用的信息，并以此来帮助你在投资组合管理中不断战胜“买入—持有”策略。

如果“随机游走”理论的“弱型效率”假说确实是对股票市场的合理描述，那么正如我的大学同窗理查德·匡特所说，“技术分析就像是占星术，而且同样都貌似科学。”

我并不是想说技术策略从来就赚不到钱，恰恰相反，它们经常会让你有美元进账，但问题在于简单的“买人—持有”策略（即购买一只或一批股票，继而长期持有它们）也能为你赢得同样的回报。

当科学家想要检验某种新药的有效性时，他们通常会进行一项双盲实验，在实验中，会有两组病人分别服下不同的药丸。一种药丸里含有所要检验的新药；而另一种则纯粹是无关痛痒的安慰剂（糖丸）。然后将两组病人用药后的结果进行比较，当且仅当服用新药的那组病人的状况明显好于用安慰剂的那组病人时，才能证明此药物是有效的。显而易见，如果两组病人在相同的时间内都出现了转好的迹象，则即使病人真正获得了康复，也不能将功劳记在这种新药上。

在股票市场的实验中，“买人—持有”策略当仁不让地成了与技术分析策略作比较的“安慰剂”。技术分析方法的确经常为其使用者带来利润，但是“买人—持有”策略也可以做得和它一样好。事实上，就像我们以后将会看到的，即使是运用“朴素”的“买人—持有”策略——持有一个包括所有市场指数成分股的投资组合，竟然也可以为投资者在过去 70 年中带来大约年均 11%的收益率。由此可见，只有在技术分析方法较之于大盘能产生更多的回报时，才能证明它们是有效的。然而遗憾的是，直到今天，还没有一种技术方法能长期通过如此严格的检验。

一些更加复杂的技术体系

技术分析的热衷者可能会对我所列举的理由提出异议，并且他们认为对技术分析就此盖棺论定似乎太不公平，原因在于我刚刚描述的简单实验并未给予技术分析的“博大精深”以平等的待遇。但是对那些执著的技术派来说，可能是非常的不幸，因为即便是更加复杂精巧的技术交易法则在面对科学实验时也同样“屈服”了。由于被检验的许多技术体系在市场上是相当流行的，所以，让我们选取其中的一些来加以详细地剖析。

“过滤器”体系

根据这套流行的理论体系，如果一只股票触底后转而涨升，比如说上涨 5%（或者是你希望的任何一个百分数），那么据说便可以认为一个上升趋势就此确立。反过来，一只见顶后继而下跌 5%的股票同样可以认为该股已经走入下降通道之中。你应当买进自低点上涨 5%的股票，并一直持有到股价从此后的高点下挫 5%为止，此时便是你卖出股票的绝佳时机，如果可能的话，甚至还可以卖空。之后，你应当维持空头头寸，直到股价自下一个低点再次反弹 5%，方可平仓了结。

这一投资策略颇受经纪人的青睐，而且它的具体方法也为众多投资“宝典”所推崇备至。实际上，“过滤器方法”只不过是经纪人所惯用的流行止损策略的“发扬光大”。在经纪人那里，如果一只股票的价格跌破买入价

5%，客户就会被建议卖出该股票以控制潜在的更大损失。而其中所依据的理论恐怕就是：下跌5%的股票将会进入一个漫长的下降通道。

有人已经基于以往股价的变化对五花八门的“过滤”法则作了最完备的检验。在决定是否买进“候选”股票的过程中，“过滤”法则里的初始涨跌百分比被放宽至从1%到50%的一个宽泛区间内。检验涵盖了从1897年直到现在的各个不同的时间段，而涉及到的检验对象则既有个股也有股票组合，可谓穷尽了“过滤投资法”的一切变数。所有的检验结果再次达到了空前的一致。当把“过滤”法则所引致的高昂的交易费用考虑在内以后，再去和简单的购买个股（或相关的股票组合）并长期持有的策略相比，则这些投资技巧便再无什么优势可言了。因此，我建议散户投资者不要去使用任何的“过滤”法则，再加上一句，也不要去搭理那些给你推荐这种方法的经纪人，这样的话可能反倒会使你获益良多。

道氏理论

在我看来，道氏理论其实就是一场在“阻力位”和“支撑位”之间展开的盛况空前的拔河比赛。每当市场见顶回落时，此前的高点就会被定义为阻力位，因为如果上天再给那些未能在顶部将股票及时出手的投资者一次重来的机会，他们将会迫不及待地完成自己未了的夙愿。如果此后市场再次上扬，并且上攻至前期高点附近，那么据说阻力位将会面临严峻的考验。注意！“真理”闪亮的瞬间即将来临。这时，如果大盘成功突破这一阻力位，那么

在一段时间内，强势上攻的态势将很可能得到延续，前期阻力位也将迅速"蜕变"为现在的支撑位。反之，如果大盘未能有效突破阻力位，并且跌破了此前作为支撑位的低点，则意味着市场发出了"走熊"的信号，投资者也会被建议斩仓离场。

道氏基本理论蕴含着这样一种投资策略：在大盘上穿前期高点时买进，在大盘下破前期低点时卖出。道氏理论包藏着许多"锦囊妙计"，例如，一个双重顶或三重顶的向上突破是强烈预示着大牛市来临的信号，而且它的基本思想也被众多图表主义者奉为经典而顶礼膜拜。

然而，令人失望的是，产生于道氏理论运行机制的技术信号却未能在预测未来股价走势上显示出举足轻重的作用。无论是卖出信号的发出，还是买人信号的显现，大盘的表现几乎都没什么两样。与简单买进并持有代表市场平均水平的成分股相比，道氏理论的追随者恐怕还要"稍逊风骚"，因为投资者在遵循技术信号买卖股票时，还需要担负许多额外的佣金成本。

"相对强度"理论体系

根据"相对强度"理论，投资者应购买并持有近期走势明显强于大盘指数的股票，也就是说要购买强势股。相反，对于走势弱于大盘的股票，则应尽可能的采取回避的态度，如果条件允许的话，"卖空"也是可以考虑的。虽然，在历史上"相对强度"策略的确曾一度战胜过"买入—持有"的策略，但尚无证据显示这种格局是始终如一的。正如前面所言及的，确有迹象表明股市中存在"动

量”。然而，计算机对“相对强度”法则在一个跨度 25 年的时段内进行检验后却发现，如果将佣金费用也考虑在内，则“相对强度”策略并不比“买入—持有”投资策略——“安慰剂”更加高明。

“量价”理论体系

“量价”理论体系认为当一只股票（或大盘）放量上涨或者呈现价升量增的态势时，则表明买方意愿强烈，股票有望再续升势。相反，如果一只股票带量下跌，则表明卖压较为沉重，可将其视为卖出信号。

我们不得不再一次遗憾地指出，依循这一理论买卖股票的投资者可能会对最后的结局深感失望，因为由这种投资策略发出的买卖信号对预测股价走势同样是毫无帮助的。然而，为了这些华而不实的投资策略，投资者却要被迫频繁的“买进—卖出”，因而，所花去的佣金成本必然要大大高于“买入—持有”策略所必需的费用。考虑到这些交易费用之后，投资者的收益将肯定比不上简单的购买并持有一个分散化的投资组合。

读图模式

可能有人会想，是不是一些更加复杂的技术图形（例如在前面的章节中所描述过的图形）会有能力揭示股价未来走向的奥秘。比如说，“向下击穿头肩顶的颈线位”是否果真就是“熊市”来临的前兆呢？作为图表理论的“圣经”，《技术分析》曾这样写道：“没有人能让正在以时速 70 公里飞驰的大轿车立刻停下，同样，也没有人能在

顷刻间就让它调转车头‘背道而驰’。”在股价发生逆转之前，价格运动会随着消息灵通的“内部交易人”不断派发手中的筹码而呈现出多姿多彩的反转形态。当然，我们知道也有些股票确实能力挽狂澜，在瞬间就上演“反败为胜”的好戏（这被称之为“V”型反转），但是，是否这些反转形态和其他的图形就能够像罗马的先知那样准确无误地预知未来呢？唉！实在叫人扼腕痛惜，计算机甚至连这些更加精巧的技术工具也没有放过，技术工具（魔术师的魔杖）又一次“出卖”了图表主义者。

在一下页精心策划的研究中，计算机被设定程序以画出在纽约股票交易所上市的548只股票5年来的价格走势，并仔细察看所有的图表，以便从中鉴别出与32种最流行的技术图形相类似的图表。同时，程序会命令计算机特别留意头肩顶（底）形态、三重顶（底）形态、通道形态、“楔形”形态、“菱形”形态，等等。因为机器是最一丝不苟（虽然它看起来笨手笨脚）的工作者，所以我们用不着担心它会错过任何重要的技术图形。

每当机器发现一张看空的技术图表，例如股价“下穿头肩顶形态颈线位”（一个强烈的熊市技术信号），它便会记录下一个卖出信号。另一方面，如果它发现“股价成功向上突破三重底”（一个利多的征兆），则会记录下一个买入信号。最后，计算机会给出按照这些技术信号操作的结果，并把这一结果与同期大盘表现作一个对照。

这一次，技术信号和此后的股价走势之间还是没有出现图表主义者希望看到的关系。如果仅仅购进发出买入信号的股票，同时抛掉发出卖出信号的股票，则在扣除

了佣金成本之后，你的投资回报将不会好于"买入—持有"策略所能给予你的。实际上，最有可能战胜大盘策略的（不考虑佣金成本）其实是在熊市信号发出后立即买入股票的策略。

难以接受的随机性

人类天生喜欢有序，不愿意接受随机性的现实。即使懂得概率法则，人们还是力图在随机事件中找出某种内在规律。在股票市场上是这样，在解释运动现象时同样如此。

在描述一位篮球选手的神奇表现时，我们经常会听到评论员和观众使用这样的字眼，"没错！沙奎尔·奥尼尔（Shaquille O'Neal）的手开始"热"起来了！"，或者是"雷杰·米勒（Reggie Miller）的三分射篮越来越流畅了！"。其实，无论是运动员、教练，还是那些篮球爱好者，他们都无一例外地相信，如果一名选手最后一次出手是成功的，或者最后几次射篮是每发必中的，那么，他下一次投篮时进球的可能性会变得非常之大。然而，一群心理学家的研究却表明：所谓的"好手现象"（hot hand）根本就是人们一厢情愿的幻想。

心理学家曾经对"费城76人"队整整一个半赛季的每一次射篮作了详细的研究，他们发现没有迹象表明相继射篮的命中率之间存在正相关的联系。实际上，他们发现一名选手在射中一球后再射失一球的可能性比连进两球的可能性还要大一点。而且在研究者观察两次以上的连续射篮时，他们再一次发现"长流"（即一连射进数

球）出现的次数不会比设定的随机数据（例如通过掷硬币得到的数据，其中每一次掷币的结果与前一次之间没有丝毫的瓜葛）中出现此类情况的次数更多。虽然连续命中两次或三次的经历或多或少会影响到选手下一次射篮时的心态，但是客观的数据仍然铁一般地告诉我们：它们其实关系不大。通过对"波士顿凯尔特人"队自由射篮记录的研究，以及对康奈尔大学男女篮球队受控射篮实验的分析，研究者们最终对他们的结论再没有任何怀疑了。以往射篮的结果只会影响选手们的心理预期，却不会影响他们真实的表现。

请你不要误会，这些科学发现并不是要含沙射影地指出，篮球运动只是运气的较量，而非技术的对抗。不可否认，确实有一些队员要比其他人更擅长灌篮和自由射篮，但问题在于我们所要证明的仅仅是射中的概率与前几次射篮的结果之间是相互独立的。心理学家估计，头脑中所谓"热手"意念的持续可能源于记忆的"偏爱"。如果选手认为连续射中或射篮失败的经历要比交替射中的经历更值得留恋，那么观察者就很有可能会高估相继射篮之间的关联度。有时，当事情接二连三地发生时，人们总是喜欢寻找所谓的"解释"和"规律"，即便这种"接二连三"在随机数据（例如通过掷硬币得来的数据）里早已是屡见不鲜，他们还是不愿相信自己是生活在"随机"的世界里。股票市场中的投资者也在犯着同样的错误。

一些让你赔钱的技术理论

当学术界决定彻底终结标准技术交易法则的生命时，他们就会把威严的目光转向更为虚无缥缈的技术理论。倘若没有了笃信下列技术理论的图表主义者，我们的金融王国会安静不少，但也会为此逊色不少。

"裙摆"指示器

有一些分析家不满于简单的对股价运动进行研究的现状，他们拓展了自己的研究领域，将其他物体的运动也纳入到分析框架之中。在这些尝试中，最富有浪漫情调的便是由艾拉·科布雷(Ira Cobleigh)提出的"牛市与裸膝"的理论。他认为对任意给定的一个年份，你只要量一量女士们裙子下摆的长度，便可大致了解这一年股价的水平。下页的图似乎在向我们暗示，股市中确实存在这种称不上精确的趋势："牛市"期间女人总是裸露着膝盖，而"熊市"时期多半穿长裙。例如，在19世纪末和20世纪初，股市走低，女人的裙摆也很长。但随着裙摆的逐渐上移，20年代的大牛市悄然而至。然而，好景不长，伴随着优雅的长裙再度飘起，30年代的"股灾"迎面袭来。(实际上，这张图耍了一个小小的花招：在1927年，当大牛市正处在风起云涌的阶段时，裙摆就率先"坠落"了。)

不幸的是，在第二次世界大战结束之后，这套理论就完全失灵了。没等到1947年《新形象》介绍新款长裙的特载文章出炉，股市便于1946年盛夏先期上演了"高台

道·琼斯工业平均指数两月间的高位和低位

10 000
8 000
4 000
2 000
1 500
1 000
800
600
500
400
300
200
150
100
80
60
50
40
30
20
15

1897 1900 1905 1910 1915 1920 1925 1930 1935 1940 1945 1950 1955 1960 1965 1970 1975 1980 1985 1990 1995 2000
(年)

资料来源：原图复印得到史密斯·巴尼公司许可。

跳水"的悲剧。与此相似，正当1968年末"迷你裙"闪亮登场之际，大盘却出现了深幅下跌，而走俏的"时装新宠"却根本不理会股市的起落，继续在1967年和1970年大红大紫。

在1987年"股灾"发生之时，"裙摆理论"的境况变得怎样呢？粗粗将图浏览一下，你可能会认为"裙摆指示器"又出故障了。毕竟，在1987年春季，正当时装设计师们开始将下坠的线条上移时，超短裙在时尚王国里已经取得了呼风唤雨的地位。时间迈入了金秋十月，在第一阵凛冽的寒风席卷全国之后，一件奇怪的事情发生了，一夜之间几乎所有的女性同时宣判了"迷你裙"的死刑——它不再适合她们了。女士们重新拾起了昔日的长裙，而时装设计师则迅速跟上了飘逸的长裙风潮。比尔·布莱斯(Bill Blass)公开宣称："超短裙现在对我来说是多么荒谬可笑的一件事啊！"余下的便是股票市场的历史，想必读者都已经知道此后发生了什么。现在你该明白谁是1987年"股灾"的"罪魁祸首"了吧！

现在，让我们来看看1998年夏末股市下挫时发生了什么？恭喜你，猜对了！时装界把长裙变成了1998年"熊市"的替罪羔羊，这一次，裙摆理论似乎又死灰复燃了。但是，如果你以为有了"裙摆指示器"便可以在股市的跌宕起伏中悠然自得，那你未免也高兴得太早了。对那些迫切希望利用此关系来"映射"将来的投资者来说，还有一个问题尚待解决。虽然，股票价格并不存在理论上的"顶部"，但衣服的长度在实际生活中确是有其极限的。尽管70年代的"翘臀微型迷你裙"和"性感短裤"可

能已经在昭示这一理论的发挥已近极致，然而正如我们所知道的，股市的价格却有一个随时间长期上涨的趋势。

“超级杯”指示器

为什么在1997年股市会上涨？这个问题到了使用“超级杯”指示器的投资者面前便可以迎刃而解了。“超级杯”指示器是根据哪一支球队赢得“超级杯”来预测未来股价走势的。若全国足球联盟的球队夺魁则预示着牛市的来临，而与之相对，若是前美国劳动联合会的球队折桂，则对股市投资者就不是一个福音了。因为绿湾包装工队在1997年击败了新英格兰爱国者队，所以股市走牛的预言变得不再空洞，大盘通过明智的上涨正确地回应了这一理论。1998年，前美国劳动联合会的丹佛野马队勇夺“超级杯”，果不其然，当年夏末，股市惨遭重创（但这只是暂时的）。从第一届“超级杯”开始到现在，这一指示器仅犯过难免的一两次错误。在1970年它未能奏效，那一年，在堪萨斯城领袖队摘取了“超级杯”的同时，股票市场里确是牛气冲天；而1987年纽约巨人队的问鼎也未能挽救股市的灾难性下跌（由于大盘最终以高于年初的点位结束了这一年的交易，所以，从技术角度看，这一指标勉强保住了自己的颜面）。我想，投资者当然明白“超级杯”的花落谁家岂能准确地预测股市的未来，但几率巧合的魅力实在让人难以抗拒。“超级杯”指示器的成功无非是说明了：两个“风马牛不相及”的事物在某些特定的场合下也能产生高度的关联性。

"零股"理论

"零股"理论认为除了总是正确的投资者之外，没有人能比总是错误的投资者对有效投资策略的贡献更大。根据市场上流行的观念，零股买卖者恰好就是这种永远犯错的人。因此，只要你在零股交易者抛出股票时进场，而在他们买进股票时离场，成功就可以唾手而得。

零股交易者在买卖股票时总是凑不足100股(整股)。许多业余投资者很难拿出5 000美元去购买一手(100股)价格为50美元的股票。他们更有可能去购买零股，比如说适量投入500美元去购买10股这种昂贵的股票。

通过仔细研究"零股购买"(即这些业余投资者在某一特定交易日买进的零股数)与"零股抛售"(即这些业余投资者在同一交易日售出的零股数)的比率，而后找出零股买卖比率十分异常的股票，投资者就会大有斩获。这些业余投资者对投资毫无激情，更加谈不上职业眼光，他们顺理成章地被认为是华尔街上引颈待戮的羔羊。有人传说，业余投资者从来就没有正确的时候。

然而，零股交易者毕竟不是蠢到极点的"糊涂虫"，要是说他们有一点点天真，那倒是可能的。有某种迹象显示，与股票组合持有者比起来，零股交易者的投资表现还略微有些逊色。然而，就现有的证据(一般认为，较之于已经搜集到的用来检验其他技术策略的证据，它们还有些单薄)来看，零股交易者的行动对某种投资策略的形成并无多少帮助。

有一项研究检验了这个理论：即投资者能利用零股购买和抛售的数据来选择股票。据称，当一只股票从"零股净买"（零股的买进数量大于零股的卖出数量）转变为"零股净卖"（零股的卖出数量大于零股的买进数量）时，应被视为是"买进"信号，因为根据"零股"理论，这些傻瓜显然并不清楚自己在做什么。但研究结果并不支持这个观点。事实上，这套理论在揭示个股和大盘走势的主要转折点上并不成功。而且，零股指标是最为"反复无常"的一种指标，它会在"零股净买"和"零股净卖"之间频繁地振荡。这就是说采用这一策略的投资者将要承受巨大的交易费用，而这些费用会将投资者的资本一点一点地蚕食殆尽。

除了一些靠出卖投资服务养家糊口的技术分析师，几乎没有什么职业投资人士真正相信"零股"理论。实际上，一些职业投资者已经明确提出，在当今机构主导的市场里，一种新的"零股"理论可能更加适用。它不再继续关注市场中"小傻瓜"们的行为，取而代之的是，它把运作大型共同基金和养老基金的"踌躇者"们视为当今最大的"零股交易者"。这种新的"零股"理论建议投资者仔细留意机构投资者的一举一动，然后再伺机反其道而行之，力求出奇制胜。

其他的理论体系

如果让我们将这场对技术策略的回顾继续下去，恐怕你不久便会看到口袋中的钱在与日俱"减"了。可能没有几个人会真正相信股市运动中的"太阳黑子"理论能为

他们带来滚滚的财源。但是，如果有人告诉你，通过纽约股票交易所涨跌股票家数的比率便可以得到一个可靠的大盘见顶的领先指标，你会相信吗？一项慎重的实证研究会奉劝你在面对这类诱惑时坚决说“不”！你会认为卖空权益（卖空股票的数量）的上升将预示着牛市的来临吗（因为卖空者最终会购回股票以轧平自己的头寸）？精疲力竭的研究者告诉我们，无论是整个大盘，还是个别股票，都不存在这种停留在人们想象中的关系。或者你还会认为被金融电视网所推崇的移动平均理论体系（举例而言，就是在股价上穿200日均线时买进；在股价下破200日均线时抛出）总该能为自己带来不薄的投资收益了吧！但是我不得不告诉你，这只有在你无需支付买卖佣金时才是可行的，你能做得到吗？

技术世界的先知

你可能还记得，在先前我曾提到，约瑟夫·格兰维尔在80年代迅速崛起成为影响最为深远的股市预言者。在70年代末，他一度成就斐然；并且在其鼎盛时期，他甚至可以左右整个市场。1981年1月6日下午6点30分，格兰维尔向自己遍及世界的三千信徒发出“昭告”，内容只有八个字：“抛弃市场，抛弃一切”。次日清晨，华尔街几乎所有经纪人的房间都被堆积如山的卖出指令所淹没，道·琼斯工业平均指数遭到了重创，400亿美元的财富在瞬间“蒸发”得无影无踪，这一数额是1929年“黑色星期四”损失的3倍之多。时隔8个月，1981年9月格

兰维尔看空的声音再次弥漫整个华尔街，全球金融市场又一次感受到了切肤之痛。想象一下当时人们的狂热和虔诚吧！投资大众对格兰维尔的谄媚就像是对美丽流星的追逐，他的巡回研讨会总是座无虚席，场场爆满。在一次研讨会上，当有人问及他如何能在巡回各地期间仍旧做到洞察市场先机的时候，他出人意料的脱去了长裤，于是人们一下便看见了印制在他短裤上的每只股票。当约瑟夫·格兰维尔说话时，整个华尔街都在侧耳倾听他的教诲，至少有一度他的确是如日中天。

对格兰维尔来说，不幸的事情终究还是降临了。他预言的准确性到了80年代已是日薄西山了。在整个80年代早期，格兰维尔关于“股灾”的警示时时笼罩着市场的每一个角落。然而，实际情况是，当道指位于800点时，格兰维尔告诉他的信徒们：“我们正处在崩溃的边缘”。他认为投资者不仅应该抛售股票，而且还应该坚决卖空以迎接“股市末日”的这场大决战。然而，市场却以劲升400点回应了这位可怜的先知。在1984年，格兰维尔再次预言：“牛市一直就是一个泡沫！”并且继续告诫此时已为数不多的聆听者：灾难就在眼前。然而，结果却是格兰维尔的聆听者们眼睁睁地看着汹涌澎湃的大牛市与他们擦肩而过。自此，作为股市的先知和主宰的格兰威尔失去了昔日所有的荣耀。

在80年代中后期，格兰维尔——这位最能影响市场的先知将手中那条法力无边的权杖交到了罗伯特·普利特(Robert Prechter)的手中。当普利特还在耶鲁读研究生的课程时，便对社会心理学和股票市场的对比研究产

生了浓厚的兴趣。大学毕业后，正当格兰维尔在打造自己的神圣光环时，普利特却花了4年的时间在一个摇滚乐队里担当击鼓手。结束了浪漫的音乐生涯之后，他加入美林公司，成为了一名高级技术分析员。在那儿，普利特沿着一个人的足迹开始了自己的艰难前程，他就是那位默默无闻的会计师——R. N. 艾略特(R. N. Elliot)，此人创立了以他自己名字命名的"艾略特波浪理论"。艾略特理论的前提是：投资者的心理变化可以预测，而且正是这种心理变化在推动市场以潮起潮落的方式不断地波荡起伏。通过观察股价的"波浪"，艾略特相信投资者能够据此把握住市场中大的趋势。普利特对此发现是如痴如醉的，以至于在1979年毅然离开美林，并在看似不可能赢的乔治亚的格尼斯维尔(Gainesville)写起了投资者新闻通讯。

起初，普利特的预言出奇地准确。在80年代早期，他预计道指将迎来一场大牛市，并且认为在2700点大盘会稍作停留，而后便会一路高歌猛进直冲3600点的高位。正当格兰维尔的预言被证明错得离谱的时候，普利特却成了那个时代人们心目中的"金色骑士"，至少在1987年10月他指引追随者投资失败之前确实是如此。然而，在1987年10月之后，骑士终结了他所向披靡的步伐。使普利特颇为得意的是，就在道指稳稳站在2600点之上时，他的确说过："在1987年10月5日，大盘下挫10%的概率是一半对一半"，而且他还建议做市商和投资者应当暂时离场观望。然而，与此同时，他却建议机构投资者坚守仓位，直到最终目标位3680点的到来。但往往天不遂人

愿，“股灾”发生之后，道指已逼近了2000点；而此时普里特又转而认为大熊市就此展开，并建议投资者耐心地去持有国债。他坚定地指出大牛市已接近尾声，更加耸人听闻的是，他还预言：到 90 年代初，道指将跌至 400 点以下。由于坚决反对“回补”，普利特丧失了捕捉蓝筹股重振雄风的最后机会。此后的两年，在蓝筹股的带领下，道指一举冲破了前期高点。“金色骑士”遭到了致命的一击。

普里特之后的“继任者”是莱曼兄弟投资公司的执行副总裁伊莲·高萨雷丽（Elaine Garzarelli）。高萨雷丽并不是某一种技术指标的信奉者。她喜欢将自己沉浸在金融数据的海洋中，使用不少于 13 种风格迥异的技术指标来预测股市的动向。此外，她还喜欢研究重要的“细枝末节”。当她还是一个孩子的时候，就有此癖好，她经常从屠夫那里取回废弃的动物器官，然后再乐此不疲地加以解剖研究。

高萨雷丽是 1987 年“股灾”中的罗杰·巴巴逊。在 8 月份大盘初显疲态之时，她果断建议自己的客户在 9 月 1 日之前将手中股票悉数抛出，彻底离场。而在 10 月 11 日“股灾”爆发前夕，她强烈地感到一场灾难行将来临。两天后，她的预言震惊了整个华尔街。10 月 13 日，她告诉《今日美国》道·琼斯工业平均指数将要跌去至少 500 个点。仅仅一周之后，她可怕的预言就成为了现实。

然而，1987 年的“股灾”也成为了伊莲·高萨雷丽“最后的晚餐”。灾难过后，金融传媒开始忙着给这位“黑色星期一的预言者”黄袍加身，而从《大都会》到《财富》等

各类杂志的赞誉之声也是此起彼伏。正当高萨雷丽走向自己事业的顶峰之时，她的“先见之明”或者说是她“黑色的光环”却将自己推向了万丈悬崖。在“股灾”发生之后，她声明自己不会贸然进入市场，并且认为道指还要再下跌200～400点。这样，高萨雷丽就和其“前任”一样白白丢掉了反弹的良机，而那些将资金放心地交给她管理的投资者，一个个黯然神伤。这只在1987年夏凭借她个人声望和才能组建起来的共同基金，第一仗便是铩羽而归。然而，噩梦还没有结束，从1988年开始，她不尽人意的表现使得该基金几乎年年输给大盘，这一状况一直持续到1994年她被迫离开经理宝座方告结束。在解释自己为何没能将神话续写的原因时，高萨雷丽语重心长地道出了令所有技术派记忆犹新的一句话：“我输就输在太相信自己的图表啦！”1994年底，高萨雷丽和莱曼兄弟分道扬镳。

在众多投资先知中，最富有传奇色彩的恐怕要数90年代中期，来自贝雅斯城的几位祖母级的（平均年龄70岁）纯朴的老夫人。她们被称之为拥有“我们这个时代最伟大的投资思想”。然而，事实上，这些名声鹊起的老奶奶们却虚构了她们的投资利润，并编织了一个个美丽的骗局，藉此她们卖掉了超过一百万本的投资指南，而且她们还在全国性的电视节目和期刊杂志上频频亮相。她们竟将自己的成功秘诀（兢兢业业的辛勤工作和发自内心的笃信宗教）和美味的烹调食谱（例如，股市小松饼将确保股市上扬）搅和在一起。在她们1995年出版的畅销大作《贝亚斯城老妇人常识投资指南》中，她们宣称自己在

过去的 10 年中获得了年均 23.9%的收益率，这要大大高于标准-普尔 500 指数基金年均 14.9%的回报率。她们还说，只要遵循书中的操作建议，普通投资者也可以做得和她们一样好。简直是天大的笑话：来自西部的老太太利用普通常识居然可以击败手握高薪趾高气扬的华尔街专业人士，甚至还能让指数基金为之蒙羞。

不幸的是，人们发现这些老妇人还在不断地杜撰书籍。显然，贝亚斯城老妇人投资俱乐部是把会员费也算作部分利润之后，才会有这样的投资回报。《芝加哥》登载了由谢恩·翠西(Shane Tritsch)执笔的《吹出来的牛市》一文。谢恩在文中指出，那些叫人叹为观止的投资收益纯属弥天大谎。普华会计师事务所奉命介入此事进行调查，经过计算，他们认为老妇人的真实年均投资收益率仅有 9.1%——这几乎比大盘年均收益率低了 6 个百分点。通过偶像崇拜来发财致富的美梦做到这儿或许也该醒醒了！

在 90 年代末期，高盛公司的阿比·约瑟夫·江恩，由于对整个 90 年代大牛市的准确预测，江恩渐渐成为了最为知名同时也是最为成功的股市策略大师。她能继续自己的辉煌之路吗？恐怕只有时间才能告诉我们。不过，她的投资技巧与前面那几位"技术天才"有着天壤之别。阿比·江恩所仰仗的是高深莫测的宏观经济分析，所以，她的成功在很大程度上要归功于对美国经济无通胀高速增长的准确预测。她现在没有，将来也不会把其预测建立在对某一张股价图表的研判上。

这些故事所要讲述的道理是不言而喻的。由于许许

多多的技术专家都在试图预测市场的走势，所以，总会有那么几个“幸运儿”能说对一次甚至几次价格沉浮时的“大转折”，但没有谁会老是那么准。让我们都来体会这句圣经式警言：“终日追忆先知们预言的人将在悔恨中死去。”

为何仍有人会雇用技术专家

读者们可能已经非常清楚了，在科学的审视面前，技术图表的解读只配和炼金术相提并论。在对各种技术分析所作的研究中，有一点结论是共同的，那就是没有一种技术分析方法的“疗效”能始终好于“买人—持有”策略所构成的“安慰剂”。一言以蔽之，技术分析之树结不出有用投资策略之果。这是“随机游走”理论的基本结论。

我的一位老同学一向认为资本主义制度将肯定会清除掉自己体内所有的无用物（例如活跃的技术分析人员），因此，他坚信技术崇拜者充其量不过是明日黄花。“华尔街上那帮现代预言家的好日子不会太久了，”他对我说，“经纪商不久就会发现，没有了技术人员的服务，金融世界依旧可以运转自如”。

然而，图表主义者顽强的生命力，加之这些年来技术人员被雇用人数的与日俱增，似乎都在表明资本主义制度也像我们大多数人种植花木那样，不可能做到去莠存良。我们都希望看见最好的花木得以茁壮成长，但随着盛夏来临，“烧之不尽”的野草总能想方设法地将我们的梦想击碎。每当妻于向我抱怨园中大量的杂草时，我总

是安慰她说："至少它们也是绿色的。"

关键在于，技术人员经常会在经纪人的"绿化"中扮演其不可或缺的角色。图表主义者总是建议投资者不停地进行交易——几乎每套技术方法都涉及到某种程度的进进出出的交易，要交易就会不可避免地产生佣金，而佣金又是经纪商生命的源泉。技术专家不会帮客户带来游艇，但是他们的的确确会带来交易，而这种交易最终会让经纪商坐上豪华舒适的游艇。技术人员会继续活跃在华尔街，直到投资大众识破其中奥妙的那一天。

评价"反击"

正如你想象的那样，"随机游走"理论对图表理论的"宣判"并未在技术人士那里引起多大的震动。在华尔街的一些地方，学术理论的倡导者受到了"热情"的"礼遇"。用一位资深职业投资者的话来说，技术派人士将这些理论和内涵通通视为书呆子们的胡言乱语，而没有兴趣去加以理睬。现在，让我们小憩片刻，以便对技术人员来自四面八方的反击作一个评价。

对"随机游走"理论自身弱点的最为普遍的抨击恐怕都是来源于对数学的不信任和对该理论内容的误解。"市场不是随机的"，他们直言不讳地说道，"而且也没有哪一个数学家能让我相信这个荒谬的结论。"甚至连华尔街上一位整天以"亚当·斯密"自居的聪明绝顶的评论家也暴露了对"随机游走"理论的不理解，他写道：

> 即使是"随机漫步者"宣称他们可以拿出有关市

场随机性的完美的数学证明，我还是对此表示怀疑。我坚持认为，在长期中，未来的收益会决定当前的价值；而在短期中，市场价格就像是难以捉摸的南方古猿，完全要取决于投资群体的心态。

当然，公司的收益和股息肯定会影响市场的价格，而且投资大众的一举一动也同样会影响到当前的股价。在本书前几章里，我们曾看到有关于此的大量证据。然而，就算市场在某个特定的时期确实为非理性的群体行为所左右，但总的来看，股票市场依然大致呈现出了“随机漫步”的走势。最初，人们将随机游走形象的比喻为一个在空地里东摇西晃的醉汉。诚然，他的行为不是理性的，但是他的行为也同样不是可以预知的。

而且，有关一家公司最新的基本面方面的消息（一座“富矿”的开采，总统的逝世等）也是不可预知的。它会伴随着时间的流逝而随机地发生。事实上，公司新闻的相继出现必定是随机的，如果一则新闻不是随机的，也就是说，如果它的出现要依赖于上一条新闻，那么它根本就不能称之为新闻。“随机游走”理论的“弱效率说”仅仅是认为根据过去股价的走势不能预测未来股价的方向，因此，以上所引述的批评是根本文不对题。

当然，技术分析者也可以断章取义地指出，学术派并没能天衣无缝地去验证每一套业已创立的技术方法。没错，他们说的是事实，不可能有哪一个经济学家和数学家能够证明技术方法绝对不起任何作用。实际上，他们也并不想这么做，他们所要证明的只是包含在技术图形中的少量信息的价值尚不足以弥补利用此信息所带来的佣

金成本。为此，已有许多读者来信质问我，为何不在此书前几版中提及我所青睐的并深信其有效的技术方法，我想现在，他们应该明白我的良苦用心了吧！

由于自己冲动本性的使然，因此，我将陷入众叛亲离、孤立无援的境地，但我还是主张：没有任何一种技术方法能够傲然于漫漫时间长河之上。首先，我要告诉投资者，所有为市场所笃信的技本方法都没有经过充分的验证；其次，退一万步说，就算它们真的有效，也最终会被其自身所毁灭。

每年，都会有大批狂热的投机者奔赴拉斯维加斯和大西洋城的赌场，他们希望从轮盘以往胜出过的几百个数字中找到某种重复的规律。通常，他们都会找到一条自以为有效的规律。于是，他们会留下来，但最后的结局又都是在输得一干二净后怆然离去，这一出出悲剧的根源就在于他们没有去验证自己的规律。① 对技术人员来说，他们正面临着同样的宿命。

如果你去研究某个特定时段的股价，那么你几乎总是可以找到某种在这个时段里有效的技术理论体系。同样，如果你尝试过大量不同的选股原则，那你必然会发现一条那个时段里最优的选股技术。

让我来举例证明给你看。假设我们认真观察了1994～1998 这 5 年间的股票价格和成交量记录，并且试

① 实际上，埃德沃德·O. 索普(Edward O. Thorp)的确曾发现过一条打赢"21点"的秘诀。在《战胜庄家》这本书里，索普将它公诸于众。为此，赌场纷纷转而使用几副纸牌以此来增加善于算牌者获胜的难度。如果这样也不能阻止他们前进的步伐，那庄家便会使出最后的"杀手锏"，将算牌高手驱逐出局。

图从中找出在此时段内有效的交易法则，在一系列艰苦卓绝的工作之后，我们肯定能找到一条有效的交易法则。比方说，法则的内容是：投资者应当去购买所有那些代码以X或D打头的股票，而且该股票每天的交易量要在3 000股以上，除此之外，在过去的5年里它要保持10%或更高的年收益增长率。在作了这样的精心安排后，再根据这条法则，我们显然能够描述出哪个类型的股票在这5年里最为抢手。

但是，真正的关键在于这条法则是否能"放之四海而皆准"，大多数技术分析的热情拥护者往往正是忽略了这一点。他们没有用取自不同时间段的市场数据去检验自己的理论，而只是局限在某个特定的时间段里沾沾自喜。

即使技术分析者听从了我的规劝，在不同的时间段里检验了他们的理论，并由此找到了一个可靠的股价"测位仪"，但我仍然认为技术分析最终还是会功亏一篑。为什么这样说呢？我们不妨假设技术专家已经发现了一种屡试不爽的"年末效应"，也就是说，在每年的圣诞节和新年之交，股价通常都会上涨。问题是，一旦这样一条规律被所有市场参与者所掌握，则投资者将会逆向操作，从而将这一效应抹煞殆尽。[①]

任何成功的技术方法终将成为自己的手下败将。例如，一旦我发觉新年后的股价总是要比圣诞节后的股价

---

① 如果这样一条规律只为一个人所知，则他只需简单地将此技术付诸实施便可为自己赢来"取之不尽，用之不竭"的财富。那他又怎么会愿意与他人分享这一致富捷径呢？

高，那么毫无疑问，每逢圣诞节来临，我都会开始购买股票。同理，如果人们知道股价明天将会上涨，则我敢向你保证它今天就将上扬。在股票市场中，任何被人发现行之有效的规律都无一例外地将毁灭它自己。正是由于这个原因，才使我深信没有谁能够通过技术方法来成功地赚取不同寻常的回报。

对投资者的启示

仅仅凭借股票价格过去的历史，我们根本不能找到任何有意义的途径来预测未来的变化。技术策略通常总有那么点滑稽可笑，而且还颇有人缘，但可惜的是它没有什么实实在在的价值。这便是"随机游走"理论中"弱型效率说"的看法，并且它也是在芝加哥、耶鲁、普林斯顿和斯坦福等名牌学府所做研究得出的一致结论。它主要被刊登在知名的投资期刊上，同时我们在一些更加专业的学术期刊(KYKLOS 和计量经济学)上也可以看见它们的身影。技术理论仅仅是养肥了两类人，一类是那些炮制和推销技术性服务的人，还有一类就是雇用技术分析师的经纪行。后者利用技术人员去鼓动投资者频繁地进行着徒劳无功的股票交易，并从中拿走了大把大把的佣金费用。

如果你想使用技术分析来把握市场的脉搏，那我要告诉你，这种念头是十分危险的。因为股票市场有一个内在的长期向上的趋势，所以"空仓"经常会蕴含着极大的风险。一个为了躲避市场阶段性调整而经常持有大量

现金头寸的投资者，很可能会在大盘迅速反弹时被市场一脚踢开，从而只能置身“市”外，望“牛”兴叹了。在80年代期间，标准-普尔500指数向投资者献上了一份年均总收益率17.6%（包括股息和资本利得变化）的厚礼。但是，如果投资者不幸被市场所“抛弃”，而错过了10年中（共有2 528个交易日）最好的10个交易日，那么他就只能万分沮丧地接受12.6%的回报了。对60年代早期到90年代末整个时段的统计学研究也向我们描绘了类似的画面。聪明的读者应该可以理解我说这些的用意。谁想抓住市场起伏的节拍，谁就得准备放弃为数不多的几次大反弹所带给你的丰厚利润。

这一小节分析的含义是一目了然的。如果过去的股价中只包含极少的或根本不包含任何对预测未来股价有帮助的信息，那么遵循技术交易法则去捕捉那些转瞬即逝的买点和卖点就是毫无意义的。简便易行的“买入—持有”策略最差也可以和所有技术方法打个平手。听我的话，趁早中止掉那些一钱不值的技术服务合同，而且对喜欢看图表并时不时就提出买卖建议的经纪商也要尽可能地避而远之。

差点忘了，“买入—持有”策略还有一大优势你还没有领略。有时，为了博取利差，“买进再卖出”往往会生成资本利得，而资本利得是需要纳税的。但是，“买入—持有”策略却能帮助你推迟甚至“逃避”缴纳资本利得税。相反，如果你遵循了技术策略，那么一方面你可能有幸实现最大限度的资本利得，但另一方面你也无可争议地会付出比之于“买入—持有”策略更多的资本利得税（而且

纳税的时间也会更早)。因此,简单的购买并持有一个适合自己口味的分散化投资组合将使你在投资支出、佣金费用和税收上获益良多,而同时你赚取的回报也不会比使用技术方法时少。

第七章

基本面分析究竟有多好

我怎么会如此糊涂，竟去相信那帮专家们的鬼话？

——约翰·F. 肯尼迪(John F. Kennedy)

(在猪湾惨败之后)

故事开始的时候，他是一位统计学家。他身着一件白色浆洗的衬衫和一领蓝色破旧的外套。他小心翼翼地带上自己绿色的遮光眼罩，慢条斯理地坐到写字台前，而后开始认真仔细地记录他所追踪的那家公司以往的财务数据。但让人难过的是，我们穷困潦倒的统计学家最终却陷入到书写痉挛的痛苦之中。

然而，不久，在我们的主人公身上却发生了一场令人难以置信的变化。他纵身离开了自己的办公桌，而后买回了崭新笔挺的蓝色衬

衫和做工考究的法兰绒外套，最后，他将心爱的遮光眼罩也丢到了一边。他斗志昂扬地准备去实地考察那些当初他只能搜集其财务数据的上市公司。这一切都来源于头衔的变化，他现在已经不再是倒霉的统计学家了，而是摇身一变成为万人景仰的证券分析师。

随着时间的推移，证券分析师的社会地位是蒸蒸日上，而且已有越来越多的女性作为全职人员加入到了这个行业之中。此外，就连不可一世的投资组合的经理们在决定股票买卖时也要依赖证券分析师的投资报告。最终，分析师跻身专业人员的上层，并被加之以"特殊分析师"(CFA)的称号。

来自华尔街和学术圈的看法

在华尔街，确实有一些投资组合的经理人是在依靠堆积如山的图表和千奇百怪的技术策略进行投资，这些图表和技术策略正是我们在上一章所详加讨论过的。但即使是在华尔街，技术分析者也往往被人视为一群古怪的"图形崇拜者"，没有谁真正相信他们的建议。所以，当许多研究结果对技术分析的有效性提出质疑时，大多数的职业投资者并不觉得出乎意料。在内心深处，他们都认为自己是基本面派。然而，真正重要的问题是：基本面分析真的有那么好吗？

关于基本面分析的有效性，我们所看到的有两种较为极端的观点。一种观点主要来自许多华尔街的专业人士，他们认为基本面分析正在成为一种日益强大和日益

熟练的分析工具。所以，个人投资者要想击败一帮职业投资经理和基本面分析师则几乎是没有多少胜算的。

而另一种与此截然相反的观点则在学术界被广为接受。一些学者走得似乎有些太离谱了，他们认为，就算是蒙着眼睛向《华尔街日报》投飞镖的猴子也能选出不亚于职业货币经理精挑细选出的投资组合中的好股票。他们还认为基金经理人和证券分析师在选股方面不会比一个“标准外行”做得更出色。由此，他们中的许多人得出结论：专业投资建议的价值等于零！

关于基本面分析的价值，我个人的观点倒并不像我的众多学术同仁那样悲观。然而，尽管如此，我还是认为如果能对大量有关此话题的学术研究有一个较为深刻的理解，那么对任何一位明智的投资者来说都将大有裨益。这一章我们将再现发生于学术专家和职业投资者之间旷日持久的口诛笔伐，并重点讲述几场让整个华尔街都摇摇欲坠的大决战。当前的战况是：学者们在高呼“胜利”，而华尔街却在大喊“犯规”！

证券分析师真的是能洞悉未来的先知吗

证券分析师安身立命的天职便是预测公司未来的收益。就像一位华尔街的“顶尖高手”在投资界业内杂志《机构投资者》中所写的那样：“公司未来收益的预期仍旧是影响股票价格的最为重要的一个因素。”正如我们所看见的，成长性（在收益上的增长，并进而表现为分红派息的能力和承诺回购股票能力的增长）是估量一只股票真

实内在价值的必不可少的关键因素。通常，能够对未来作出准确预测的分析师将会得到优厚的薪酬。“如果他错了”，“那股票就会表现得如临深渊一般，这样的悲剧曾经一次又一次地上演过”。游戏（投资）！你的名字是收益，而且永远都是！

为了预测公司未来的表现，证券分析师往往会从研究其过去的业绩来着手。“以往确定无疑的收益增长率将会是判断公司未来收益增长的最为可靠的指标。”一位证券分析师这样告诉我。如果公司的管理层确实都是精兵强将，那么我们就没有理由去怀疑它会在未来“失去点石成金的米达斯之手”。同样，如果公司的领导权仍旧掌握在一支精明强悍的领导队伍手中，则未来收益的增长理应能够续写历史的辉煌，否则人们就会为此争执不下。

这样的想法在学术王国里是铁定行不通的。对公司过去收益增长的统计根本无助于你去预测未来收益的增长。假如你已经了解了 1980～1990 年间所有上市公司的收益增长率，那么它对于你去预测 1990 ～2000 年间这些公司的收益增长率会有什么样的帮助呢？告诉你，答案就是一点作用也不起。同理，就算证券分析师知道了 90 年代的“市场快马”，他们也甭想凭借这个就能找到 21 世纪初跑得最快的黑马。这个“骇人听闻”的结果最初是由英国研究者在对本国企业的一份调查报告中提出的，这篇文章被冠以一个迷人的标题：“杂乱无章的成长性”。当普林斯顿和哈佛的有识之士将这项研究应用到美国公司身上时，他们惊奇地发现，结果简直就是如出一辙。

"IBM!"一个强有力的声音在耳畔响起,"记住IBM!"。我的确记住了IBM,数十年来一直保持着稳定的高速增长。曾经有一度,这位光彩照人的"异类"几乎造就了企业界的神话。然而,当历史刚刚迈过80年代中期,甚至就连如此强大的IBM也无力再稳健地迈向下一个高峰了,这种状况一直持续到80年代末,当新一届管理层接手IBM后,它才又重新焕发了昔日的风采。除了IBM之外,我还记得宝利莱、苹果电脑和许多其他凭借持续高速增长而得以在历史上刻下自己名字的公司,然而这些神话最终都一一终结了,有些公司更是一度陷入了土崩瓦解的绝境。我希望读者们能够记住,不是记住当前的一些"例外",比如微软,而是要你们将一条法则铭记于心,它就是:从已逝的过去中我们找不到任何可靠的规律来指引证券分析师去预知未来。

然而,一个优秀的分析师可能会说,研究过去的记录并不是预测未来的惟一途径。我和克莱格并不想对实际预测中所涉及的种种手段都一一加以评价,我们感兴趣的只是结果:预测成功与否?

为了维护学术的公正性,我们先后给19家从事基本面分析的华尔街上的大公司致信以寻求帮助。这19家公司包括主要的几家经纪行,共同基金管理公司,投资咨询公司和从事信托管理的银行,它们异口同声要求隐去自己的真实名称。但是,我敢保证,只要提起它们的名字,就一定会使从事投资这一行的人肃然起敬。

我们索取并收到了以往这19家公司对某些特定的上市公司在未来一年和五年的收益预期。然后,我们将

这些完成于不同时期的预测报告与真实的结果加以对照，希望从中看出这些对公司短期和长期的收益变化所作的分析预测究竟有多大的精确度。但是，结果却让我们大吃一惊。

坦白地说，这些让证券分析师们颇为得意的“佳作”（基于行业分析，公司实地考察等所作出的业绩预测）并不比那些仅仅通过对以往趋势的简单外推所做出的预测准多少，而我们已经知道后者对于未来的研判根本起不了多大的帮助。实际上，在我们比较五年期的实际收益增长率时，证券分析师们的表现甚至还不如几种“粗糙的”预测模型。

比方说，我们有一种预测模型，它的前提假设是宏观经济中的每一家上市公司其收益增长速度大致等于国民收入的长期增长率。而后，我们拿这种“安慰剂”去和专家们的预测作比较。最后的结果常常表明，如果你用的是这个“粗糙的”预测模型，那么你在预测长期收益增长率上所犯的错误可能比你听从分析家们的专业建议要小得多。

我们在判断证券分析师所做“诊断”的有效性时采用的方法非常类似于此前在评判技术分析师的“疗效”时所用的方法。我们把听从专家指导的结果与按照“简陋”预测机制行事的结果进行比较，需要提醒的是，后一种结果不涉及任何一名专家。令人惊讶的是，这些“简陋”的预言者有时竟干得非常漂亮。举例而言，如果你想要预测明天的天气，那么你只要说明天和今天差不多，恐怕就可以做得相当不错了。尽管这个方法可能会错过风云变幻

中的每一次转折，但是在大部分时候它还是非常可靠的。在面对有"不测风云"的老天时，你认为有多少天气预报者能比它做得更好呢?

当他们面对如此糟糕的五年期收益增长的预测记录时，如果证券分析师不幸被施以催眠术，我想他们会由衷地承认，提前五年作出可靠的预测实在是有点异想天开。证券分析师同样不会放过据理力争的机会，他们认为，虽然说长期预测有着不可否认的重要性，但是，在衡量他们的个人价值时，应该把落脚点放在对一年期收益变化的预测上。

信不信由你，研究结果更叫人啼笑皆非。他们一年期的预测结果甚至要比五年期的预测结果更加差劲。实际上，对他们来说，要对一年期的收益变化作出准确预测可能要比进行长期预测来得更加棘手。

证券分析师们英勇地展开了"顽强的反击"。他们纷纷抱怨，站在涵盖诸多行业的横切面上来对他们的表现指手画脚是不公平的，因为想要对电子行业和各种"周期性"公司的业绩作出可靠的预测其难度是可想而知的。"不妨看看我们在公共事业预测上的表现吧!"，一位分析师自信地对我说。我照他的话做了，但结果可能又是他们所不愿意见到的。甚至对一向以稳健著称的公共事业的预测居然也和实际结果相去甚远。就是那些被证券分析师大力推荐的所谓"高成长性的企业"，到头来，其表现和那些被视为成长性较差或较为平庸的企业相差无几。而这又引出了我们研究中的第二个重要发现：没有一个行业的预测是轻而易举的。

而且，没有一位证券分析师可以证明自己拥有持续战胜其他对手的实力。当然，在每一年，都会涌现出一批身手不凡的分析师，在他们的“履历表”中我们没有看见这种“超凡脱俗”能够一直保持下去。在一个年头里大出风头的分析师很可能到了下一个年头便销声匿迹了。

我和克莱格的研究结果已经得到了其他几位学者的证实。例如，哈佛的迈克尔·桑德莱托（Michael Sandretto）和麻省的 Sudhir Milkrishnamurthi 就对行业分布广泛的 100 家企业为期一年的预测报告作过一个大规模的研究。每一家企业的预测报告分别来自于 5～6 名证券分析师的研究成果。研究结果令华尔街人士不知所措，在证券分析师所作的五年期的预测中，错误率平均为 31.3%。这样居高不下的错误率倒是表现了相当难得的“稳定性”，其中最高的错误率达到了令人咋舌的33.5%，而最低的错误率也有 27.6%。财务预测看似一门科学，但倘若事实真的如此，那恐怕连占星术都要备受人类瞩目了。

在“控辩双方”针锋相对的较量中，隐藏着一个严肃而又致命的事实，这就是：证券分析师在预测目标公司的未来盈利前景以履行自己的天职时，遇到了连他们自己都始料不及的困难。而那些在投资决策时盲目轻信这类预测的投资者将不得不吞下失望的苦果。

水晶球缘何这般混浊

如果有人告诉你，一群训练有素、报酬优厚的专家可

能并不是特别擅长于自己的强项时，我想你多半会觉得难以接受。然而，不幸的是，世界上的事情往往就是这样。我们几乎能在所有的专业领域中找到类似的证据。例如，在医学领域中，就有过这样一个经典的案例。曾有一度，扁桃体切除术在市场上非常走俏。然而，就在它风光无限的时候，美国儿童健康协会对1 000个孩子做了一项调查。这些孩子的年龄都在 11 岁上下，他们来自纽约市的各所公立中学。结果发现，在1 000名孩子中有 611 个曾经作过扁桃体切除手术。在对剩下的 389 名孩子做进一步检查时，医务人员从中发现了 174 个孩子亟需进行扁桃体切除术，并且宣布其余孩子的扁桃体完全正常。然后，由另一批医生将这些剩下的 215 个孩子进行复查，这一次又有 99 个孩子的扁桃体未能过关。当这最后的 116 名健康孩子接受第三次检查时，居然又发现有 51 名孩子必须接受扁桃体切除手术。在三轮检查之后，只有 65 名孩子还“幸存”，他们的扁桃体通过了三批医务人员的“考验”。这些孩子没有再接受进一步的检查，原因并不是人们对他们的健康程度有百分之百的信心，而是因为可以完成这些使命的医务人员已经“供应”不上了。

许多研究结果是惊人地相似。放射科的专家在观察 X 光片时，竟然让 30%显示有肺病的光片从眼皮底下大大方方地溜走，尽管这些光片都清楚地“说明”了症候，但仍旧于事无补。另一项实验则证明，精神病院的专业人员居然也不能将患者和健康人士加以区分。问题的关键在于，我们不能想当然地认为只要是专家的意见就一定是准确的和可靠的。相信当你在看到如此之多且又如此

拙劣的专家表现后，恐怕不会再怀疑那些在艰难预测中挣扎的证券分析师们也不可能是例外了。

我相信，以下的四个因素可以用来解释为什么证券分析师在预测未来时会遇到几乎是难以逾越的障碍。它们是：(1)随机事件的影响；(2)通过"创造性"的会计程序"提炼"出的可疑的盈利报告；(3)许多分析师自身所存在的基本能力的欠缺；(4)优秀的证券分析师正在大量流向推销第一线和投资组合管理层。

1. 随机事件的影响

公司并不是一个可以完全把握自己的实体。许多影响公司未来盈利前景的最为重要的变化从本质上来说都是随机的，换句话说，它们都是不可预知的。

就拿我最早涉足的公用事业来说，它可以称得上是所有行业中最稳定同时也是最可靠的一个公司群体。在60年代早期，几乎每一位公用事业板块的分析师都认定"佛罗里达能源和照明"将会成为公用事业中最耀眼的一颗明星。他们看到的是持续高速的人口增长，现有客户群对电力需求的增加以及一个宽松的管制环境。

可以说每件事情的发展都在分析家的预料之中，惟独有一个小小的细节超出了他们的想象力。进入60年代之后，原本十分有利的政府管制环境却风云突变，这一剧变使"佛州能源和照明"一下陷入了被动。佛罗里达公用事业委员会强令"佛州能源和照明"连续数次大幅削价，这样一来，公司希望将电力的大幅需求转化为高额利润的希望化为了泡影。结果，公司仅以平庸的增长速度

走过了这黯淡的10年，从而彻底粉碎了分析师们的热望。在70年代，由于分析家未曾料到国际原油价格大涨10倍而引发的原材料成本的激增，从而再次铸成大错。80年代初，出乎分析家的预料，1979年的“三哩岛事件”对未完工的核电站产生巨大冲击，从而影响了公用事业此后的表现。而到了90年代，政府放松了对电话业、电力业的管制，激烈的竞争吞噬了大量的利润，这一回分析师们再次“马失前蹄”。由此我们看到，就算是“稳健”的公用事业，预测起来也是相当困难的。

美国政府的财政预算、国家订单、立法废法乃至管制决策都会对一些公司的财富产生非同一般的影响。同样，管理层核心成员的退出、一项新产品的诞生、现有产品内在缺陷的曝光、一个大油井的发掘、工业事故以至于像洪水、飓风等自然灾害，以上种种对一个企业的冲击也绝对不容小觑。总而言之，这些“深不可测”的天灾人祸将会无休止地捉弄着证券分析师们。

2. 通过“创造性”的会计程序“提炼”出可疑的财务报表

我们也许可以将公司的损益表看作“比基尼”——露出的部分固然使人着迷，但遮住的部分却更加令人神往。“全美学生市场”是我在第三章中提到的几只概念股之一，在这方面，它给我们作出了最完美的诠释。安德鲁·托比亚斯(Andrew Tobias)在《滑稽的货币游戏中》道出了此事的来龙去脉。

在其1969年的财务报表中，“全美学生市场”慷慨地

使用了诸如"递延新产品研发和筹备费用"这类会计术语，稍懂会计的人都会猜出其中的奥妙。它实际上意味着有相当数量在1969年就已支出的钱却未在当年收入中加以扣除。而"未摊销的预付销售成本"则更是将花招耍到了极致，这些广告费用也未从当年收入中加以扣除，公司苍白无力的借口竟然是它们将在未来为公司带来销售额，而明眼人一看便知，此类托词根本经不起推敲。来自子公司的损失也不难处理，只需简单地将亏损公司售出，然后在合并的会计报表中便可将以往的斑斑劣迹一扫而空了。

既然费用不能被计算在内，那么为什么不打一打非正常盈余的主意呢？说做就做！这些都被作为未开单应收账款而及时地记录在了销售栏里，理由是这些实际销售账单有望在未来得以兑现。最终，有3 754 103美元出现在了附注中。

结果表明，如果你不把"全美学生市场"在1969年部分不合乎会计准则的收入计算在内，那么即便它拿到了会计"创新"所带来的好处，也无法将公司从破产的泥潭中拯救出来。为了使投资大众确信公司的财务报表是符合"普遍接受的会计准则"的，"全美学生市场"又在报告末尾附上了一家知名会计事务所的许可声明。无独有偶，我在第三章中向读者描述了巴里·明克是如何在80年代末通过伪造信用卡和虚构合同将ZZZZ Best打造成地毯清洗业王者的传奇经历。

如果你天真地认为这些弄虚作假的会计手段仅仅就是历史上一些荒唐之举的话，那你就大错特错了。就在

刚刚过去的 90 年代末，包括 Cendant 日光（在“Chainsaw Al Dunlop”旗下）和牛津保健计划在内的一系列大公司相继宣布它们在过去所发布的盈利数字中有不实的成分。这引发了这些公司在二级市场上股价的大幅“跳水”。而且，一些颇受争议的会计方法，比如“大清洗”(big bath)的重组费用，创意性收购会计制度和“曲奇罐”(cookie jar)准备，被越来越多地用于操纵以往收入和夸大未来盈利。

如今，许多公司的经理人已经把滥用会计准则变成了其保持业绩持续上升和讨好大小股东的法宝。摩托罗拉公司在 1998 年一次性冲销了 20 亿美元，而伊斯特曼·科达公司则在 1991～1998 年间先后六次进行冲销，其总价值高达 45 亿美元，而这一数字恰好是公司在此前八年里赚取的利润总和。当然，通过一次性冲销公司多年的费用，确实可为公司未来收益增色不少。这就和一个人提前清偿了多年的分期付款而后宣称他收入有大幅增长一样有异曲同工之妙。

其他一些惯用的“诡计”则和兼并有着莫大的关系。例如，在世界电信于 1998 年完成了涉及金额达 370 亿美元的对 MCI 的兼并之后，他们宣布了一笔 60 亿～70 亿美元特别费用，以此继续 MCI 正在进行中的研究。通过这项高额冲销，而非取消能为公司赢得商誉的为期 40 年的研究，公司能在今后数十年里每年凭空增加至少 10 亿美元的盈利。商誉是一项会计术语，它专指在合并过程中超过被收购公司账面价值的溢价支付。后来，迫于证券交易委员会的压力，世界电信才把此项费用减少至 30

亿美元。证券交易委员会主席阿瑟·莱维特(Arthur Levitt)曾坦言,“比之于过去,我们现在看到了更多的有关此类做假和欺诈的证据。”因而,证券分析师在预测未来收益时困难重重也就不足为奇了。

3. 证券分析师自身基本能力的欠缺

证券分析师在许多方面差强人意的表现恰恰反映了自身能力的局限性,而他们关于 STP 公司的预测纪录则是再好也不过的例子。

在 70 年代早期,由赛车手安迪·格莱纳泰里(Andy Granatelli)所创办的 STP 公司可谓是华尔街同行们的“掌上明珠”,证券分析师们连篇累牍地向人们吹嘘 STP 公司是如何保持其长期高速增长的,但却很少有人去过问公司的主导产品 STP 汽油添加剂,要知道它可是公司 3/4 的收入和盈利的来源啊!这项产品究竟有什么神奇的功效呢?难道你真的相信 STP 汽油添加剂既能在冬季让赛车跑得更快,又能在夏季让发动机以更低的温度、更小的噪音去运行更长的时间吗?

我承认,的确有一些敏锐的分析家对此有过不祥的预感,但是这仅有的一点感觉也被谨小慎微的论证消磨殆尽了。比如说,在 1971 年 5 月 17 日发行的《华尔街抄本》上曾引用过一位分析家的话,“最大的风险在于几乎没有人能够证明 STP 的产品究竟有何功效,而且人们担心 FTC 可能会给予公司致命的打击。尽管如此,我们仍然觉得这种情况发生的概率极低;而且消费者普遍认为产品是有效的,我想这才是最重要的。它是那种为赛车

“做整形手术”的公司。如果说股市中曾经真的有过“空中楼阁”，我想STP应当之无愧地成为其中的一座。”

就在上面这位分析家的话被引述的时候，《消费者报告》对STP的调查也在紧锣密鼓地进行着。这份调查报告在1971年7月面世，报告上说STP只不过是一种毫无价值的汽油稠化剂，而根本不是能让老化的发动机“焕发青春”的灵丹妙药。事实上，引用《消费者报告》的话说，“STP会改变新车中汽油的粘性，使之大大超过汽车生产商所推荐的标准粘稠度。”这本杂志进一步指出，主要的汽车生产商都必定反对使用这种有害的添加剂，并且它还认为STP可能会在很大程度上影响汽车发动机用油的性能，以致会殃及到新车保修的条件。

消息一经传出，STP的股价一泻千里，公司以往在盈利方面高速增长的神话就此成为历史。就在STP土崩瓦解之后，一位分析家曾透露心声，“我想，在当时我们没有提出理应由我们提出的问题。”

毫不客气地说，许多分析家都不是特别地敏锐、严肃和干练。当我还是一名年轻的华尔街学徒时，我便从这场游戏中觉察到了这一点。为了能够学到“职业高手”们娴熟的操盘技能，我曾经试图去模仿一个叫路易(Louie)的金属业专家所做过的分析工作。路易推算出铜价每上涨1美分，便会使一家特定的产铜企业的每股收益增加1美元。因为他预计铜的价格将会上涨5美分，由此他得出结论，“这家公司的股票是难得一见的极富投资价值的品种。”

在重新进行计算时，我发现原来路易搞错了小数点

的位置。铜价每上涨1美分，只能使该公司的每股收益提升0.1美元，而不是1美元。在我当面向路易指出这个错误时(我天真地以为他会尽快地修改这个错误)，他只是简单地耸了耸肩膀，然后若无其事地说："说实话，如果我们别去理会那份该死的研究报告，我的推荐听起来还是相当可信的。"于是我明白了，注重细节并不是此类专家的特长。从那以后，我便改口称他为"马虎的路易"了(在这里要声明，我无意毁坏一家优秀的海鲜餐馆的名誉，这家同名的餐馆就位于纽约金融区附近的南街海港)。

为了平衡人类对工作马虎和敷衍了事的厌恶，上帝特别创造了那些以此为荣的人。我们就以石油分析家多伊(Doyle)为例吧！就多伊对炼油方面知识的了解来说，他几乎就是一本活的百科全书，但是他缺乏严谨认真的治学态度，因而无法把这些知识转化为有用的投资建议。这使得他既搞不清石油公司下一年的盈利状况，也不能告诉投资者哪一家公司值得购买。

然而，我们身边的许多分析家和路易比起来，实在是有过之而无不及。总而言之，一句话，他们太懒，所以根本做不出自己的盈利预测。他们宁可去剽窃其他分析家的劳动成果，或是将公司管理层所发布的盈利预测不加咀嚼的吞咽下去。因此，如果预测发生了问题，我们很容易便可知道谁应该为此负责。马虎的理财专家向我提供的也只能是"马虎"的情报！而且，当专业同行对你的建议一致拍手叫好时，你出错的可能性更大。正如凯恩斯所说的，"处世之道告诉我们，用传统方法导致的失败要

比通过非传统方法获取的成功来得更好。”

有时，公司管理层的“越轨”举动也会放慢分析家们预测的步伐。让我来告诉你本人的一个亲身经历，一家大型公司曾经安排所有参与对其运作状况和未来计划进行评判的证券分析师对该企业进行为期两天的实地考察，想必读者也一定能看出其中的“醉翁之意”。

早上，我们乘坐这家公司的私人飞机对其三个工厂进行了简短的考察。到了晚间，我们住进了第一流的酒店，并且享尽了美味珍馐。第二天，我们又考察了它的另外两家工厂，酒足饭饱之后，我们拿到了一份幻灯片形式的公司简报，该报告称“即使是对未来五年作一个最为保守的估计，公司也能表现出强劲的利润增长潜力。”

我们每到一处，便会被大量的礼品所“淹没”，它挡住了我们的视听，也混淆了我们的判断。作为惯例，我们收到了公司主导产品的实体模型以便留作纪念，但除此之外，我们的眼前还堆放了一系列琳琅满目的礼品：办公用具、文具套装礼品盒、真皮钱夹、领带夹、衬衫链扣等，为了给家中的妻子或恋人带去惊喜，公司还特地为我们准备了叫女士们爱不释手的珠宝。几乎每一天我们都沐浴在美酒佳酿的海洋中。就在此次旅行即将结束之际，一位醉眼惺忪的分析师向我道出了心里话，“我们很难不对这样的公司报以温情脉脉。”

读者不要误会，我并不是说大多数华尔街的分析家在推荐某只股票时通常都要收受贿赂。正相反，就我个人的经验来看，华尔街的伦理道德标准还是相当高的。尽管在 80 年代和 90 年代出现过几起臭名昭著的“内幕

交易案"，但我仍然坚信这样的败类在华尔街绝对不是主流。

我确实想暗示读者，典型的分析家其实就是这样一群人：他们薪金优厚，天分颇高。在一个物欲横流的社会里，他们正做着异常艰难的工作。他们经常会误入歧途，有时是上了懒惰的当，有时是吃了自负的亏，而且像其他人一样，在面对接二连三的压力和诱惑时，他们也会有把持不住自己的时候。

4. 优秀的分析师正在大量流向推销第一线和投资组合的管理层

我反对专业分析的第四个理由其实是一个悖论：一方面，一些庸庸碌碌之辈手中握有丰厚的薪水；而另一方面，一些才华横溢的分析家却不能为自己杰出的贡献拿回应得的报酬。现在，他们有的人变成了精力充沛的机构推销员或是勤勤恳恳的"跑街"，为公司成功地带来了一张又一张新的承销合同，而另一些人则被擢升为令人艳羡不已的投资组合经理人。

为了给机构客户营造一种"温馨"的氛围，一向以强大的研究分析能力自傲的经纪行竟然也把证券分析师派到了"第一线"，去陪同普通的推销员一起"沿街叫卖"。由于机构投资者希望不时地听到来自权威方面的投资建议，因而普通的推销员通常只能"作壁上观"，而说客的重任就责无旁贷地落到了分析家的肩上。所以，大部分口齿伶俐的分析家渐渐发觉，在与机构客户的东拉西扯中，他们耗费了太多的时间，以至于再没有精力去分析财务

报表和拜访企业的财务主管了。而且，他们也意识到自己的薪水正在和他们能为公司创造的佣金一点一点地联系在了一起。

另一个促使分析家远离股票研究的动因在于，他们中的一些人突然发觉自己还有其他的潜质可供挖掘，这便是为公司拉来财大气粗的承销客户，也就是说那些亟需通过负债和发行股票来募集资金以谋求进一步扩张的公司。过去，分析家们不辞劳苦地往返于各家公司作着实地考察，脑海中想的只是要找到可作为潜在投资对象的新兴蓬勃的小公司；而反观现在，他们却将大量的精力用在推销自己公司的投资服务上。我目睹过许多分析家正是凭借这种招徕大客户的能力为自己赢来了如潮的鲜花和掌声。他可能做不出像样的盈利预测，也无法为投资者挑出真正的"黑马"，但他却能为公司带回"美味的猪排"，而这就已经足够了，因为"猪排"就是这场游戏的本质。

最后，证券业中惊人的财富和显赫的地位将会使更多的分析家放弃自己心爱的研究工作，转而奔向投资组合管理层的怀抱。比之于寄人篱下终日只能唯唯诺诺提出投资建议的证券分析师，那些直接指挥"千金万银"的投资组合经理人将能感受到更多的激动人心，也能触摸到更加可观的收入。不难想象，许多最受尊敬的证券分析师甘于自己职位的日子也不会太久了。

证券分析师抓住"黑马"了吗？共同基金的表现

就在我写这些话的时候，我几乎可以听见来自华尔街的神秘的召唤声，它似乎在说：对于一个证券分析师，最好的验证就在于看看他所推荐的股票的表现。你还记得我们的"铜专家"吗？对了！就是那位"马虎的路易"，也许他在做盈利预测时真的拼错了一位小数，但是如果他所推荐的股票为其客户挣来了货真价实的美元，那么这个小小的疏忽就是可以原谅的。"去分析投资业绩！"那个声音又响起了，"而不是盈利预测！"

幸好，有一群专业人士——共同基金——的投资记录是公诸于众的。对我的论证更为有利的是，基金中的这群红男绿女都不啻为证券业中最出类拔萃同时也是收入最高的分析师和投资组合的经理人。他们都站在这一行的顶端。

毫无疑问，他们能最先获悉任何最新的基本面信息，那么，他们当然也能就此抢占市场的先机。就像他们自己所承认的，在获取高额回报方面，他们拥有无可比拟的优势。最后，一位投资经理直言不讳的说道："当今的总体竞争水平要想达到使那些野心勃勃的投资经理们失去业已建立起来的巨大优势的地步，恐怕还有很长的一段路需要走！""亚当·斯密"（华尔街的评论人士）也发表了类似的见解：

> 这场游戏中的所有选手都在尽快地使自己变得更加专业……而游戏中真正的职业选手——职业投

资组合经理——却始终是更胜一筹。他们也是人，他们同样也会犯错，所以如果你想委托一家“身手矫健”的共同基金或是一家久负盛名的投资银行来管理自己的财富，那么与过去相比，你可能在许多方面都需要好好地下一番功夫。

像这样的评论实在是太“煽情”了，根本进不了高雅的学术殿堂。倘若学术工作者有足够多的数据和足够多的时间来做此项研究，再加之一股急于想证明学术优越性的压倒一切的冲动，他们自然而然会把共同基金的业绩作为最佳的猎杀对象。

我不得不再说一回，几次研究的结果体现了惊人的一致性。购买共同基金的投资者不会比那些买进并持有一个涵盖面广却无人管理的指数组合的投资者赚到更多收益，换句话说，从一个较长的时期来看，共同基金的投资组合与随机挑选的股票组合之间难分伯仲。虽然在短期里，基金确实会有出众的表现，但是这些优良的投资记录总是难以持续下去。

以下这张表显示了从80年代末到90年代末这十年间普通权益共同基金的平均收益率。为了与大盘作一个比较，我们用标准-普尔500指数来代表市场。表中的数据告诉我们，一般的共同基金平均每年以3个点的劣势落后于标准-普尔500指数。如果我们改用不同的时间段，再将共同基金代之以养老基金，结果也没有什么太大的变化。总而言之，简单以市场指数组合的形式购买并持有股票的策略将成为职业投资经理人最难战胜的对手。

共同基金对抗市场指数

	总收益率 十年期截止于 1998年6月30日	
	累计收益率	年收益率
标准-普尔500指数	+448.88	+18.56
权益基金平均水平	+313.05	+15.24

除了逐步积累起来的科学证据之外，有几种不太正规的方法也得出了近乎相同的结论。例如，在1967年6月，《福布斯》杂志的编辑就曾利用学术研究的成果策划了一场试验，他们通过向《纽约时报》投飞镖的方式挑选了一组股票。他们总共射中了28个股票，然后假设对每只股票投入1 000美元以构建一个"虚拟"的投资组合。17年之后，也就是1984年的年中，当人们再次将目光投向这个28 000美元的投资组合时（在此期间的所有红利股息全部作为再投资投入该组合），它已经增值为131 697.61美元。凭借370%的收益率，它一举击败了所有的股票指数。而且，只有屈指可数的几位货币经理人才能与它9.5%的复利收益率一比高下。在90年代早期，《华尔街日报》曾别出心裁地搞了一个"投镖板竞赛"，比赛的内容是由四名专家选出的股票去对抗四支飞镖"选出"的股票。截止到90年代末，专家的表现似乎要比飞镖来得好。然而，如果专家的表现是从股票选定之日起就开始衡量，而且有关于此的后续追踪报道得以在《华尔街日报》上公开的话，那么，实际上飞镖将以微弱的优势领先于专家。读者可能会问，这是否意味着手腕比脑袋更强大呢？我想，答案必然是否定的！但是在《福布

斯》的编辑写道“似乎‘懒惰’再加上一点点运气就可以战胜大脑”时，他们倒是提出了一个发人深省的问题。[①]

这是怎样一个问题呢？每一年，我们都可以读到共同基金的业绩排名。这些排名总是在向我们炫耀：有许多基金都曾战胜过指数……其中有一些还是压倒性的胜利。然而，问题在于这些辉煌的战例都只是昙花一现，至少在 80 年代末到 90 年代期间情况是这样。一个在某一年战胜过市场的基金经理人在下一年梅开二度的几率不足 50%（正如过去的业绩增长不能用来预测未来的业绩那样，以往基金的表现无从说明以后的结局），基金的管理也要受制于随机事件的约束——它们可能是蒸蒸日上，也可能是停滞不前，甚至还有可能是冰消瓦解。一个在某一段时期屡试不爽的投资方法可能到了下一年便会让你备尝辛酸。结论似乎已经呼之欲出了，它就是：我们的老朋友——幸运女神才是决定业绩排名的最重要的人。

为了让读者能更好地理解这个命题，下面的表格向我们展示了 1968 年排名前 10 位的基金（还有排名第 19 位的基金）和它们在随后 6 年里的表现。

我在第一部分曾提到过，共同基金在 60 年代的投资表现其实是这一时期大牛市所带来的“副产品”，这种情况在 1967～1968 年的“疯牛”行情中表现得淋漓尽致。在此期间，为投资者带来丰厚回报的基金经理人受到了

① 在 1984 年，《福布斯》的“镖板基金”光荣引退，原因是收购和兼并的浪潮吞噬了组合中的大部分股票；在先前 28 家公司中仅有 15%的公司还“健在”。

业绩评比的一些结果

1968 年排名	基金名称	1969 年排名[a]	1970 年排名[a]	1971 年排名[a]	1972 年排名[a]	1973 年排名[a]	1974 年排名[a]	1968 年每股净资产值[b]	1974 年每股净资产值
1	梅兹投资基金	312	424	512	465	531	400	15.51	1.12
2	纽奥思基金	263	360	104	477	397	232	15.29	6.24
3	吉布雷诺成长基金[c]	172	456	481				17.27	
4	保险投资者基金[c]	77	106	317	417	224		7.45	
5	宾夕法尼亚共同基金	333	459	480	486	519	521	11.92	1.09
6	普塔·里肯投资基金[c]	30	308	387	435			19.34	
7	皇冠西部—达拉斯	283	438	207	244	330	133	13.66	4.66
8	富兰克林·迪纳泰克系列	342	363	112	120	453	453	14.47	4.56
9	第一人伙基金	49	283	106	27	220	310	19.25	13.47
10	克莱提卡特西部共同基金[c]	5	202					127.27	
19	泰普里顿成长基金	1	241	163	1	81	84	4.00	6.23

资料来源：利帕分析研究部，利帕分析服务有限公司。

a. 1969 年被调查基金的总数是 381 家，1970 年是 463 家、1971 年是 526 家、1972 年是 537 家、1973 年是 536 家，1974 年是 527 家。

b. 1968 年的净资产值是已经对此前所有股票分割进行调整后的数值。

c. 不再由利帕公司调查。

金融媒体的"热捧",描写他们的文章可谓妙笔生花,就连体育明星们也望尘莫及。当业绩排名在1967年和1968年公布时,那些投机型基金纷纷占据了榜首,它们以极大的优势击败了其他的竞争对手。投机型基金之所以能取得如此辉煌的战果,主要应归功于年轻激进的投资经理人和富于投机性的概念股。

开始于1969年的大熊市为这场轰轰烈烈的大牛市举行了最隆重的葬礼,这场风光的葬礼一直延续到1971年。那些投机型基金一下进入了"紧急状态"。它们现在变得乖巧了许多,并且不再那么急于公布自己的业绩了。而它们手中那些极易"蒸发"的概念股终究没能逃过"万物升起,终将落下"的金融法则的惩戒,正所谓"涨也匆匆,跌也匆匆"。基金经理人传说中的辉煌最终证明大都不过是他们自己编织的神话。那些在1968年名列前茅的基金在随后的几年里都跌入了灾难般的深渊(我无法将表中的数据再延续到1974年之后,因为截止到1975年它们中的许多基金已经从此在这个行业里销声匿迹了)。

就以1968年位列榜首的"梅兹基金"为例,在1974年末,"梅兹基金"仅以其在1968年价值的1/14的价格惨遭出售,而它的创办人弗莱德·梅兹(Fred Mates)忍痛接受了失败的命运。此后,他退出了投资界,转而进军商业以迎合社会新的潮流。在纽约,他开办了一家单身者酒吧,名字没变,就叫"梅兹酒吧"。

显而易见,一个人不能指望幸运女神时时都站在自己的身边。投资组合的经理人不是玛蒂娜·辛吉斯

(Martina Hingis)，他们无法总是将对手远远抛在身后（实际上，甚至连辛吉斯有时也会输球）。但是我必须公平地说一句：凡事总有例外。请注意表中在1968年排名第19位的那只基金。不仅是在表中所涉及到的那几年，而且在此后的6年里我们也同样可以见到泰普利顿成长基金那卓而不群的身影。不错！它的确是最成功的例子，但是，这样的例子实在太少了。

来自于60年代末的例证早在本书第一版中就已出现。相似的例子在紧随其后的几年中也不乏“后继有人”。下面那张表就向我们提供了在1970～1980年间位列前20位的基金在1980～1990年时的排名情况。这些风光一时的基金很多都在下一个10年中就变得默默无闻了。虽然这些基金在70年代时其收益率几乎是所有基金平均收益率的2倍(19%对10.4%)，但到了80年代，同样是它们，居然连所有基金平均收益率的水平也达不到了(11.1%对11.7%)。然而出乎意料的是，这一次我们又发现了一个例外。在70年代排名第10位的基金竟然成为了80年代的王者，它就是由华尔街传奇人物彼得·林奇所管理的麦哲伦基金。但是如果现在你想立刻入市买进麦哲伦基金，那么我必须告诫你，林奇早在1990年其46岁时便急流勇退了。在他告别事业的顶峰之前，彼得·林奇已然无可争议地为自己在投资经理人的“名人殿堂”里赢得了一席之地。然而不幸的是，个人投资者却再没有机会去为林奇是否还能击败华尔街而打赌了。

70 年代排名前 20 位的基金在 80 年代的表现

基金名称	排名 1970～1980	排名 1980～1990
20 世纪成长基金	1	176
泰普里顿成长	2	126
类星体伙伴	3	186
44 华尔街	4	309
先锋Ⅱ	5	136
20 世纪精选	6	20
证券超越	7	296
共同股份公司	8	35
图表基金	9	119
麦哲伦基金	10	1
场外证券	11	242
美国成长资本	12	239
美国风险资本	13	161
帕特纳姆航海者	14	78
雅努斯基金	15	21
韦加顿权益	16	36
哈特维尔杠杆基金	17	259
佩斯基金	18	60
阿柯基金	19	172
斯坦恩·罗伊特别基金	20	57
平均年收益率		
前 20 位基金	+19.0%	+11.1%
所有基金	+10.4%	+11.7%
基金数	177	309

可能有人会认为，到了 90 年代情况会有所变化。下面的这张表列出了在 1978～1987 年间排名前 20 位的基

金，并且追踪了它们在1988～1997年间的表现。我只能遗憾地说，情况依然如故。金融杂志和报纸会继续热情地赞扬那些最近有过杰出表现的共同基金的经理人。事实上，只要存在平均水平，就一定会有经理人能超过它。但是，一时的辉煌并不预示着此后还会好运常在。

1978～1987年间排名前10位的权益共同基金在1988～1997年间的表现

基金名称	平均收益率(%) 1978～1987年	平均收益率(%) 1988～1997年
富达麦哲伦	30.93	18.88
联合资本增值A	26.08	15.60
AIM韦加顿	23.35	16.68
范·凯蓬美国资本佩斯A	22.24	15.30
类星体联盟A	22.08	15.83
AIM群星A	21.47	20.36
斯派克亚	21.08	21.78
IDS新空间A	20.62	18.66
史密斯·巴尼增值A	20.48	15.25
美国成长基金	20.00	16.65
MFS成长机会A	19.94	14.79
共同股份Z	19.93	17.37
美国资本	19.80	15.27
雅努斯基金	19.65	18.34
斯特雷恩·罗伊特别基金	19.52	17.31
范·凯蓬美国资本普通股A	18.77	16.56
AIM宪章A	18.49	16.45
范·凯蓬美国资本企业A	18.29	17.63
忠诚议会街	18.27	17.40
范·凯蓬美国资本新兴成长A	18.15	19.06
均值	20.95	17.26
标准-普尔500指数	15.18	18.04

在任何一项有许多人参与的活动中，虽然平均水平是可能未卜先知的，但是让你想象不到的事情还是肯定会发生。我们在投资管理业中所发现的那寥寥无几的“例外”并没有在本质上破坏大数定理。实际上，正如我早就说过的那样，一只共同基金以往良好的业绩不会对你预测它将来的表现有丝毫的帮助，除非你把这种强调作为对自己的安慰。前面的几张表正好向我们展示了基金的表现是多么缺乏持续性。

可能我们应该对概率定理也作一下说明。让我们进入到一场“掷硬币”的比赛中来吧！那些始终掷到正面的人将被宣布为获胜者。比赛开始了，1 000个人开始掷硬币。不出概率所料，他们中的 500 个人掷到了正面，这些胜出者被允许进入第二轮的比赛，硬币又一次被抛起啦！结果仍在概率的预料中，250 个“人头”出现了。在概率的“操纵”下，第三轮将有 125 个胜出者，第四轮有 63 个胜出者、第五轮有 31 个，第六轮有 16 个，第七轮将仅仅剩下 8 个胜出者。

在第八次掷硬币之前，人们开始围拢过来，他们想要目睹一下这些“掷硬币专家”的精湛技艺。人围者现在已为铺天盖地的溢美之辞所包围。他们被普通大众视为“掷硬币”艺术中的天才而备受瞩目，他们的传奇经历被写成书而广为流传，人们迫切想要听到他们的建议，整个世界似乎都在围着他们转个不停。毕竟，在1 000名参赛者中只有他们 8 个人能够始终掷到正面。但是，比赛还要继续，“幸存者”最终第九次抛出了他们手中的硬币，最

后的赢家总共需连续十次掷到正面。[1] 这个故事的关键不是要说明投资基金的经理人能够或者应该通过掷硬币来作出他们的决策，而是要告诉读者概率定理确实在发生作用，而且它有能力解释一些令人难以置信的成功经历。

只要存在平均水平，就一定会有人去战胜它。在人数众多的“货币游戏”中，概率能够而且确实解释了那些卓而不群的投资纪录。金融媒体常常对股票投资中的偶然成功进行大张旗鼓的宣扬，这让我想起了一位医生的故事，就是他声称发现了治愈小鸡身上癌症的方法。这位老兄自豪地宣布有 33%的试验小鸡的病情得到明显的改善，但同时他也不得不承认另外有 1/3 的小鸡未见任何起色。最后，他竟然草率地补充了一句，“我恐怕还有 1/3 的小鸡已经一命归西了。”

虽然此前的讨论一直把焦点放在了共同基金的身上，但我们不应该就此认为在众多投资经理中共同基金的经理人是最无能的。实际上，恰恰相反，与许多其他的职业投资者比起来，共同基金的表现还要稍强一些。人寿保险公司、财产和意外伤害保险有限公司、养老基金、慈善基金、大学捐赠基金、州和地方的信托基金、由银行管理的个人信托以及由投资咨询公司所管理的个人可支配账户，上述诸多机构投资者的投资纪录也已经有人对

---

① 倘若失败者继续参加比赛(共同基金的经理人就是这么干的，即使他们在经历了惨淡经营的一年后仍旧有资格继续参加“比赛”)，那么我们将会看到更多有能力在十次中掷到八次或九次正面的参赛者，因而这些陌生的面孔也将为人们所熟识，他们也会成为掷硬币的专家。

它们进行了研究。研究结果表明，这些职业投资者彼此之间的投资表现几乎是大同小异，而他们相对于市场的劣势也是依旧如此。就共同基金而言，的的确确存在一些特例，但还是那句话，这种例外毕竟是少之又少。到目前为止，尚没有科学证据表明，专业管理投资组合作为一个整体，它们的投资收益会比随机挑选的投资组合要好。

许多人都问我，这个最早在 1973 年提出的观点在此后得到了怎样的佐证呢？我的回答是："实际上，情况非常之好。"虽然此间继续有一些"特例"在作殊死抵抗，但正如我 1973 年所坦言的那样，历史总是对"随机漫步者"关爱有加。在截止到 1998 年的 25 年间，有超过 2/3 的管理共同基金普通股投资组合的职业经理输给了根本无人管理的标准-普尔 500 指数基金。

基本面分析能否挑出好股

已经有人开始研究，投资者是否可以基于新闻媒体所发布的最新的基本面信息，并借助于交易体系来获得一个市场平均水平的收益。研究结果似乎在清楚地告诉我们："没门儿！"

根据已建立的基本面分析理论，一条类似于盈利出乎意料的大幅增长或股票分割消息的发布，将意味着"买入信号枪"扳机的扣响。但是，现有的证据却指出，市场的有效性决定了它在面对新信息时可以迅速地作出反应，以致根本不可能有人能够基于此类公告设计出成功

的交易策略。[①] 研究表明，一般来说，股票价格会先于那些始料不及的优异或拙劣的盈利报告而作出充分的反映。换句话说，在预期尚未公布的盈利公告时，市场通常都表现了充分的有效性，因而任何在盈利报告公布后再涉及买卖的投资策略似乎都不能给投资大众提供任何帮助。诚然，一些研究已经发现股票价格对盈利公告的反应并不总是滴水不漏，但是，现存的某种程度的偏差却不会随着时间的推移一直存在下去，况且这些偏差是如此之小，恐怕只有那些非常专业的经纪人和做市商才能从中盈利。

类似地，你同样不能从股票分割的公告中获取什么新的信息。虽然在分割公告发布之前，投资者便已经享受到了股价上扬所带来的好处，然而股票在公告发布之后的相对表现要更多地仰仗大盘的“喜怒哀乐”。研究表明，股票分割的消息只是股价上升的结果，而不是原因，而且也没有一种投资策略可以在股票分割消息带动下获得成功。这些研究恰好支持了华尔街的一句老话，“馅饼不会因为切开而变多。”

现在，有许多人已经开始研究，以股息增长的消息为基础能否帮助投资者选到走势强于大盘的股票。有一种观点认为，一只股票股息的增长可视为公司管理层所发出的预期未来盈利增长的信号。事实也是如此。股息的

① 这些检验经常是参考了“随机游走”理论中“半强型效率”假说做过的检验。在前面我们曾提到“弱型效率”假说主张不能把以往的价格信息作为发展成功的交易系统的基石。而“半强型效率”假说则认为公开的基本面信息也不能帮助投资者获得理想中的收益。

增长通常是未来盈利增长的一个准确的“风向标”。同时，在现实中也的确存在某种趋势，即派发股息的公告刊登后，股价呈现明显走强的趋势。然而，尽管由股息增长而引发的价格上扬可能不会立刻显现在股价上，但是它最终会在公告发布的当月月末之前得到完全合理的反映。

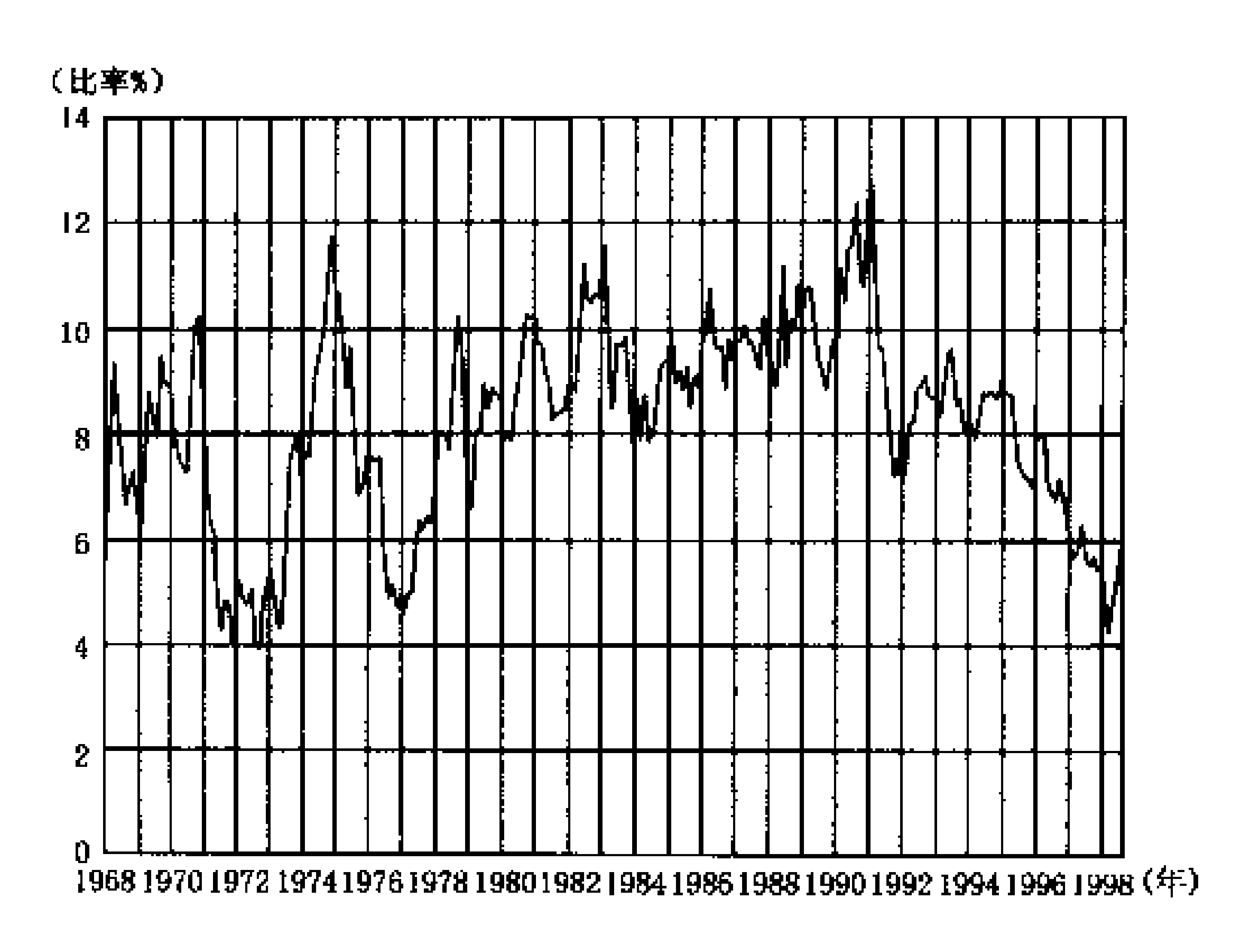
对择机能力的最后判决

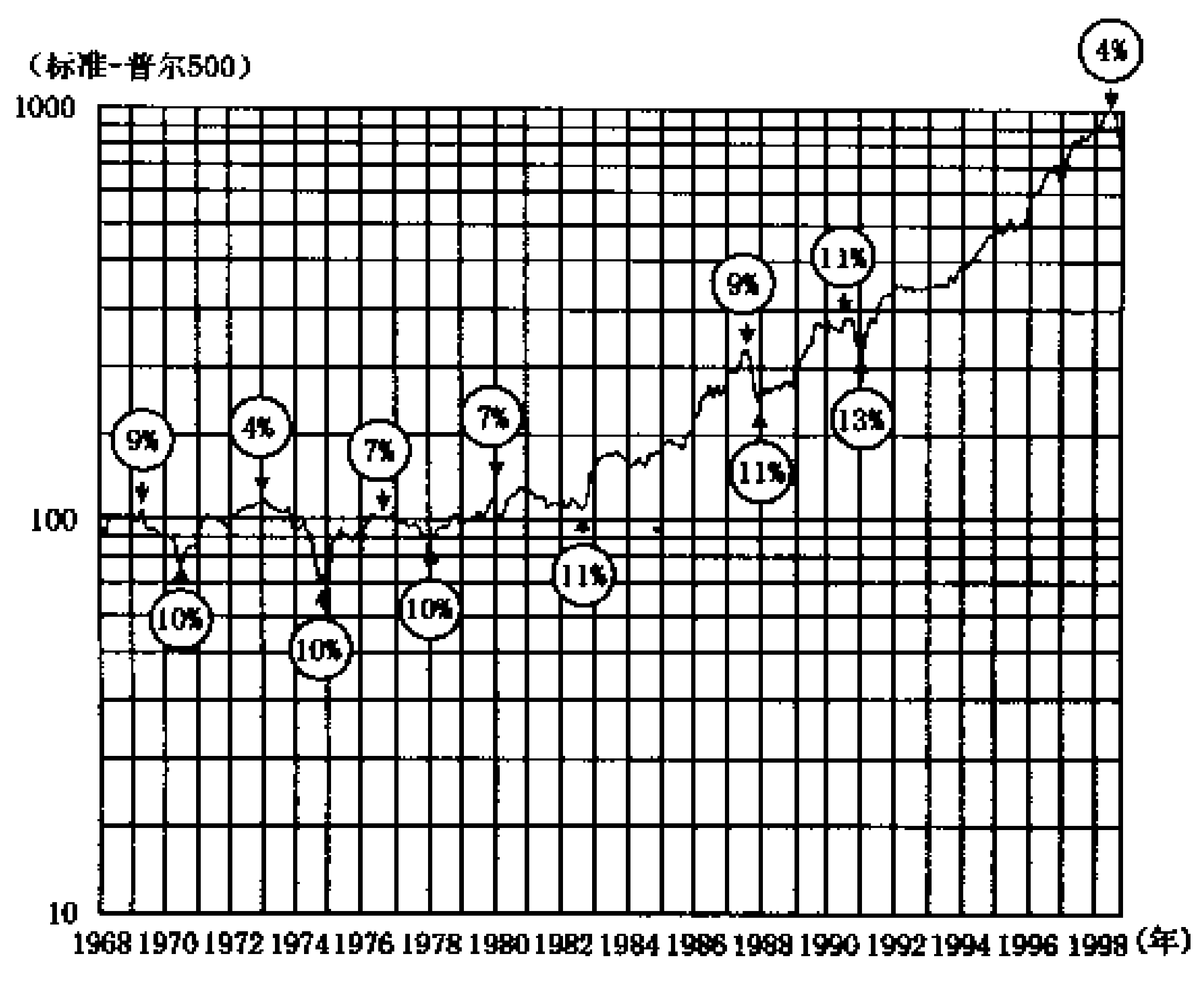
许多职业投资者会根据他们对宏观经济基本面的预测而不断把手头的现金转化为股票或是长期债券。事实上，一些机构投资者已经开始向他们的客户推销诸如“资产配置”或“市场调节”此类的服务。在择机能力这个问题上，先锋投资集团的主席约翰·伯格尔的话可谓最贴近我的观点。伯格尔说：“在我从事金融业的这三十年中，我从不知道有谁是长盛不衰的，也不知道有谁知道什么人是长盛不衰的。实际上，我的感觉是极力去把握市场节奏不仅不会使你的投资账户增值，相反还会带来负面的影响。”

通过下面的图，伯格尔的观点可以得到很好的说明。图上显示的是自1970年到1998年以来，在基金总资产中现金所占百分比的变动情况。由图中的曲线我们可以看到，在此期间，每逢市场周期出现重大转折，基金资产中的现金配置就会让人失望不已。注意看，共同基金经理们的谨小慎微（意味着此时有一个非常高的现金比率），几乎完全对应着市场低迷的谷底。在1970年、1974

年、1982年以及经历过股灾之后的1987年末，市场均出现了罕见的大底，然而恰恰就在这些时候，基金手中的现金头寸却达到了创纪录的顶峰。此外，还有两个现金比率的高点，一个出现在1990年末，就在1991年股市大幅反弹的前夕；而另一个出现在1994年，此后三年发生了历史上难得一见的大牛市。相反，共同基金经理人现金比例的低点又无一例外地出现在了市场的“头部”。例如，在1998年7月初，共同基金的现金头寸几乎达到了最低点，而此时的大盘正在酝酿着一场久违的暴跌。由此我们不难看出，共同基金经理们的择机能力实在不敢恭维。

显而易见，如果在市场遇到像1987年10月那样的暴跌时，你能够置身“市”外，那无疑将使你挽回许多的财富，消除你的忧伤。我们都听说过一些“先知”的故事，他们在10月初时就预感到了股价过高，应该及时淡出市场。但是，除非他们能在市场刚刚触及低点后便返身杀人，否则他们就不会比遵循“买入—持有”策略的投资者更成功。无数的事实向我们表明，成功地把握市场节奏是投资人极难达到的境界。





股权基金的现金/总资产的比率和标准-普尔500指数的走势

注：圈中的数字为现金与总资产的比率

记住！在过去的49年中有33年市场是上涨的，有3年是持平的，而真正下跌的时候只有13年。因此，当你持有现金而不是股票时，你成功的概率几乎不足1/3。由凯尔格里大学的理查德·伍德沃德(Richard Woodward)和杰丝·乔(Jess Chau)所作的一项研究表明，长期持有手中的股票要好于跟随市场节奏的买进卖出，因为你在牛市中赢得收益要远远大于在熊市中遭受的损失。两位教授的结论是，一个市场节奏的追随者只有在他70%时候都作出了正确的决策时，他才有可能战胜"买入—持有"策略的信奉者。我从未遇到任何人能在预测市场转折时达到70%的精确度。

把握市场节奏的难度通过另一个例证可见一斑，这个例证来自于《商业周刊》——一家久负盛名的商业期刊——的两篇封面文章。在1979年8月13日，那天标准-普尔500指数稳稳地站在105点上方，而《商业周刊》却登载了它的封面文章，标题是《股票的灭亡》；时隔四年之后，在1983年5月9日那一天，大盘刚刚完成了它60%的涨升，《商业周刊》便再次推出了它的封面文章，这一回的标题是《股票的重生》。《华尔街日报》在1998年的专栏文章中写道："对现在的市场而言，25～30倍的市盈率是非常合适的"，也许就是在这个时候我们才应当特别地留神！根据90年代末的经济状况，市盈率就是达到了100倍恐怕也不为过。约翰·梅纳德·凯恩斯是众所周知的经济学家，但同时他也是一位非常出色的投资家，他在60年之前就向我们提出了自己独到的见解：

> 我们尚未证明自己能够在商业周期的不同阶段，

通过买进卖出股票来充分地利用市场自身总体的系统性变动。通过这些不胜枚举的经历，我明白，在种种原因的阻碍下，大规模的买进卖出其实是不切实际的，而且事实上它的效果也相当不理想。大多数试图这么做的投资者不是买得太迟，就是卖得太迟，或者经常是两者兼而有之。为此，他们承担了大量的交易费用，而且久而久之还形成了一种极不安定的投机心态，倘若任由这种情况加以蔓延，将会有加剧整个社会大规模动荡的危险。

“随机游走”理论的“半强型效率”假说和“强型效率”假说

学术界作出了自己的判断。他们认为，在帮助投资者获得高额回报方面，基本面分析并不比技术分析强多少。然面，由于这帮教授们有着吹毛求疵的“恶习”，因此不久，学术界便为了基本面信息的精确定义而展开了唇枪舌剑的辩论。有些人认为所谓基本面信息是指现在业已公开的信息，面另一些人则坚持这个定义还应该进一步拓展到在未来尚不为人知晓的信息。就是基于这个分歧，“随机游走”理论的“强型效率”假说一分为二。正如我们已经看到的，“半强型效率”假说声称公开信息不能帮助分析家选出价格被低估的投资品种。这种观点认为股票市场价格的结构已经将包含在资产负债表、损益表、股息公告等材料中的所有公开信息全部考虑在内，因面，就这些数据所进行的专业分析根本就是一钱不值。“强型效率”假说则更加“过分”，它主张即使是尚未公开但有

可能获知的信息也不会对基本面分析有多大的裨益。换句话说，不仅是所有已经公开的信息，而且就连可能知晓的信息也都已经被反映在了股票价格之中。根据“随机游走”理论的“强型效率”假说，就算是“内部”信息，也不能帮助投资者无往而不利。

如果“强型效率”假说否认从内部消息中获利的可能性，那么它显然是有些言过其实了。当其他交易者尚蒙在鼓中之时，纳森·罗斯柴尔德的信鸽就已经为他带回了威灵顿在滑铁卢获胜的消息，为此他得以率先将数百万资金投向市场。然而，到了今天，信息高速公路传递消息的速度要远远快于那可爱的信鸽。1991 年 1 月的一个早晨，就在多国部队向伊拉克投下第一枚炸弹后不久，胜利的曙光就顷刻间照到了华尔街，道·琼斯工业平均数以跳空高开的强劲姿态迎接这一消息的到来。市场价格的调整是“迅雷不及掩耳”。而且，根据尚未公开的信息进行交易并从中渔利的“内部人”还将受到法律的严惩。因此，公司管理层会竭尽全力尽快公布那些将对股票产生深远影响的重大事项。

“随机游走”理论的两种假说一致认为，根本的问题在于证券分析师善于阐释已经得到的最新信息，并且能以最快的速度采取行动。当今，信息的传播达到了一日千里的地步，并且转瞬之间便可反映在市场价格上。而且股价的反应又是如此之快，以至于分析师很难通过基

本面分析来从股票市场中实现理想的利润回报。①

诺贝尔奖得主保罗·萨缪尔森(Paul Samuelson)将此情形总结如下：

> 如果为了能找到物美价廉的投资品种，华尔街上的聪明人都在不停地四处奔波，他们卖掉那些自认为价值被高估的股票，而买进那些现在仍在被低估的股票，那么这些聪明人的行为将最终导致所有现存的股票只能以一个预示着它们未来前景的折扣在买卖。因而，对那些消极的投资者来说，他们不用去搜寻所谓的价值被高估或低估的股票，因为市场向他们提供的是一种如此有效的价格模式，以至于购买这只股票或那只股票已经没有什么好坏之分了。

以上这番话是对“随机游走”理论或有效市场理论的简单表述。这种理论的狭义(弱型效率)假说认为技术分析——即研判以往的股票价格——不会给投资者带来多少实质性的帮助。而该理论的广义(半强型效率和强型效率)假说则认为基本面分析也同样不能帮助投资者获取理想的收益，证券分析师所研究的一切关于公司盈利和股息预期增长的信息和一切影响公司发展的有利或不利的信息都已经在公司的股价上得到了最为合理地反映。据此，我们有理由相信，通过向金融版面投飞镖所构建的投资组合会和职业分析师所管理的投资组合有着相同的回报。我们可以将“随机游走”理论的广义假说，用

① 如果职业分析师想要显示自己确实能够获得超过市场平均水平的回报，那么他所要完成的将是一件相当麻烦的苦差事。这就意味着其他一些投资群体(很可能就是我们的投资大众)将只能接受一个低于平均水平的收益率。现在，你可能不难理解为什么会有一群改革者要限制专业人士的活动以保护投资大众了。

最精炼的话表述如下：在管理一个投资组合时，基本面分析无法向投资者提供持续战胜“买入一持有”策略的投资建议。

正如一些批评人士所指出的，“随机游走”理论并没有谈到股票价格的变动经常是漫无目的的和反复无常的，而且股票价格对基本面的变化也时常是不敏感的。实际上，恰恰相反，“随机游走”理论的核心正好站在了它的对立面上，即股票市场是如此有效——当新的信息产生时，股价会迅速发生变动——以至于没有人能够总是以足够快的速度进行买卖而从中获利。

甚至就连神奇的本杰明·格雷厄姆，这位公认的基础证券分析之父，也极不情愿地得出了这样的结论：我们已经不能再依靠基础证券分析来获取超额的投资回报了。就在1976年他去世前不久，《金融分析期刊》引述了在采访中格雷厄姆所说的一段话：

> 为了找到更加优越的投资机会，我现在已经不再支持证券分析的精湛技术了。曾几何时，比方说40年以前，我和道德首次提出基础证券分析时，它的的确确是一件很有意义的事情；然而时过境迁，今非昔比了……现在，我怀疑这种广泛的努力是否还能为我们找到物有所值的精品……我支持“有效市场”学派的观点。

就在彼得·林奇从麦哲伦基金退休之后，他和“神话的缔造者”沃伦·巴菲特不约而同地承认，大多数投资者要想获得一份满意的回报，他们就应该去投资指数基金，而不是购买积极管理的权益共同基金。

中庸之道：我的个人观点

让我们先来简短地回顾一下有关市场功能的两种截然相反的观点。一方面，大多数投资经理认为专业人士在管理资金方面肯定胜过业余爱好者以及那些漫不经心的普通投资者，然而在另一方面，众多学术专家对此却嗤之以鼻，他们相信处在专业管理下的投资组合并不见得就比那些蕴含着相同风险却是通过随机过程挑选的投资组合来得更好。随机漫步者宣称，股票市场对新信息的"消化"是如此迅速和准确，以至于按现价买卖股票的业余投资者会和职业投资者做得一样好。因此，专业投资建议的价值几乎就是零，至少就挑选投资组合而言是毫不为过的。

我定的是一条中间道路。尽管我相信投资者确实应该反思一下他们对于专业咨询人士的"盲从"，但是我仍然不准备像我众多的学术同仁那样将所有的职业投资人士都推入万劫不复的地狱。虽然，已有大量的证据表明职业投资者并不能持续地战胜大盘平均的收益水平，但是我必须承认凡事总有例外，当今的有效市场法则也同样如此。当然，例外总是少数。诚然，支持市场高效性的统计证据是压倒性的多数，但是，一些潜伏在四周的"弊端"却总是对有效市场理论进行着"骚扰"，从而让那些想要说明该理论铁证如山的人一次又一次与理想擦肩而过。在80年代末与90年代期间，找寻有效市场理论当中的非一致性成为了名副其实的"乡村工艺"（可在农舍

中完成的工艺)，这使得我也有幸用整整一章(第十章)来阐述市场"失灵"和业已披露的所谓"预测模型"。

而且，对于全盘接受有效市场理论信条的倾向我也深感忧虑，这部分是因为该理论的依托仅仅就是几个相当脆弱的假设。它的首要假设便是有效定价的存在，正如保罗·萨缪尔森的话所表明的，有效市场理论主张在任意时刻所有股票均能以其内在价值的最优估计值出售。这样，对于那些"闭目塞听"的投资者来说，无论他们买进的是什么股票，只要是按现价购入，就一定是百分之百的物有所值。

不管你承认与否，有效市场理论的思考逻辑的的确确有些类似于"博傻"理论，这多少都会让人感到有点沮丧。在第一部分中，我们已经耳闻目睹了大量与此相左的证据，许多股票有时并不是基于投资者对其内在价值的估计(这与测量股票的内在价值一样困难)在出售——因而，购买者经常会在投机狂潮中折戟沉沙。股票市场的职业投资者应当为自60年代到90年代的数次投机风潮承担主要责任。正是因为存在着这些日益广泛的对股票市场的影响，所以才增加了这样一种可能性，即投资者不愿意将当前的市场价格视为对股票内在价值的最佳反映。

另一个相当脆弱的假设是：消息的传播瞬间即可完成。诚然，如果所有重大的内部消息即刻便可公诸于众，那当然是件天大的好事，但我实在怀疑投资者是否真正享受过这样的"美好时光"。事实上，即使该假设认为只有那些被机构投资者所追捧的主要股票的相关信息才会

迅速反映在其价格上，我也不敢苟同，因为这实际上便意味着对于成千上百遭机构投资者“冷落”的小公司来说，有效市场理论是不适用的。而且，有效市场理论还“含蓄”地指出，在证券市场上，没有人拥有呼风唤雨的绝对权威；并且，基于毫无根据的信念所作出的荐股也不会引致投资者的大宗购买。然而，事实似乎并非如此，那些专门向机构投资者提供研究服务的经纪行却经常在市场上挥舞着法力无边的权杖，进而调动着巨额的资金流进流出于某只股票。在这样的市场氛围中，一些专业人士的关于某种股票的错误观点将很可能会在相当长的一段时间里在股价上得以充分体现。

最后，在理论中我们尚有一道难关未曾攻克，即如何将已经获知的信息转化为对一只股票真实价值的估计。我们已经明白，一只股票的内在价值主要取决于其未来成长的延展性和持续性。然而，想要对此加以估计确实相当困难，但对于那些才华出众并立志要惊天地、泣鬼神的人来说，倒是真正有了一个施展拳脚的广阔舞台。

尽管我相信，可能会有一些出类拔萃的投资者能在股票市场上显山露水，但是我必须强调，就现有的证据来看，这样的人几乎是绝无仅有的。而且，由于我对“半强型效率”假说特别是对“强型效率”假说持淡然处之的态度，我可能已经被一些学术派别彻底逐出了“师门”，然而，在神圣的金融殿堂中我仍旧无意掩饰自己的“异端邪说”。显而易见，如果人世间真的有“例外”的投资经理人，那也一定屈指可数。这就是个人投资者和机构投资者都不得不坦然面对的现实。

第三部分

新投资技术

第八章

崭新的漫步靴:现代投资组合理论

……那些自以为不受任何学理影响的实践者却往往成为某个已故经济学家的思想奴隶;而自以为得天启示的执政狂人也只能从故纸堆中吸收精神的养料。

——J. M. 凯恩斯,《就业、利息和货币通论》

通过本书,我力图向读者解释那些被专业人士用来预测股票价值的理论——简单地说,就是基本分析理论和空中楼阁理论。正如我们所耳闻目睹的,许多学者正是通过攻击这些理论为自己赢来了卓著的声誉。虽然学者们并不否认,这些理论能够告诉我们许多有关股票定价的知识,但他们仍然坚持认为,单靠这些理论是不可能获得超额收益的。

随着研究生院源源不断地培养出年轻有

为、才华横溢的经济学家和统计学家，加入争论的学者人数日益庞大，显然——甚至对他们来说——需要采取一种全新的策略。因此，学术界竞相奔走推广他们自己的一套股票市场定价理论，这正是本章所要阐述的：在学院的象牙塔里被创造出来的、得到千锤百炼的“新投资技术”领域。一方面，现代投资组合理论（MPT）是如此之基本，以至于在华尔街它已得到了广泛地运用；而另一方面，它尚存许多可供争议之处，这为学生们提供了论文的素材，也为咨询业者提供了赚取大笔讲授费用的良机。

在本章中，我将对现代投资组合理论的起源和应用加以阐述。通过运用这些理论，你可以在降低风险的同时尽可能地获得较高的回报。在第九章，我会阐述一些学者是如何宣称投资者可以在承担一定风险的情况下增加收益，并为此获得大众瞩目的。接着，在第十章，我将涉及到一些学者和从业者的观点，所言之事无非就是对“随机游走”理论的否定，他们认为可以用来“战胜市场”的策略实在不胜枚举，并且在相当大的程度上，市场价格是可以预测的。然面，我会揭示其中的错误并给出自己的结论，为了达到预期的效果，我将通过一个运用“随机游走”理论取得成功的极佳例子——普通股指数基金——来说明不论在任何杂志或是同业公会的评价中，它都以最丰厚的收益成为整个市场中无可争议的冠军。

风险的地位

有效市场理论解释了为什么“随机游走”可能是合理

的，它认为股票市场能够针对新的信息进行迅速、充分地调整，以至于没有人可以用一种更加高明的方式来预言未来市场的走势。因为每一个职业投资者的行动，每一个股票的价格都迅速地反映着市场上每一个可以得到的信息。因此，挑选到出类拔萃的股票或是把握出市场运行脉搏的机会是平等的，从预测能力上看，你的、类人猿的、经纪人的，甚至是我的从本质上说是没什么差别的。

对了，就像萨缪尔·巴特勒(Samuel Butler)在很久以前所写的那样，“我感到事情有些不妙”。金钱正在市场上被创造出来，一些股票的表现优于其他股票，经验告诉我们，一些人能够也的确战胜了市场。我相信，这些并不都是偶然的。对此，许多专家也表示赞同，但是他们指出，战胜市场的方法并非是仰仗超人的洞察力，而是在于承担了更大的风险。风险，是的，只有风险才能决定收益超出或者低于平均水平的程度，并且决定每一只股票在市场上的价格。

风险的定义：收益的波动性

风险是一个最捉摸不定和难以把握的概念。不要说那些争强好胜的经济学家，单单是让普通投资者就一个精确的定义达成一致也是相当困难的。根据《美国传统词典》(American Heritage Dictionary)的定义，风险是遭受灾祸和损失的可能性。如果我购买了收益率为5%的一年期国库券并持有至到期，那么在交付所得税之前我可以确保5%的货币收益，遭受损失的可能性小到可以

忽略不计。但是，倘若我基于6%的股利收入的预期，持有当地电力照明公司的普通股一年，恐怕遭受损失的可能性将会大大增加。公司的股利可能会缩减，更重要的是，一年后股票的市价也可能会变得很低，使我遭受到严重的净损失。由此可得，投资风险就是预期的证券收益不能实现的几率，尤其是你所持证券的价格下跌的概率。

曾有一度，学术界普遍接受这样一种观点，即对投资者而言，风险是与无法实现预期证券收益的几率密切相关的，它是一个对未来收益可能发生的变化性、发散性的一个很自然的测度。故而，金融风险通常被定义为收益的方差或标准差。为了不让读者对冗长的论述产生厌倦之感，我们将通过下面一个例证来加以说明。如果一种证券的收益率很少偏离其平均收益率（或预期收益率），我们就认为它是不存在或只存在极少的风险。相反，如果一种证券的收益率在年与年之间存在很大的变动性（并且导致在某些年份损失的情况十分典型），我们就认为其存在风险性。

例证

预期收益与方差：回报和风险的测度

这个简单的例子将解释预期收益和方差的概念，以及它们是如何被测度的。假定你购买了一只股票，你希望在不同的经济条件下获得全面的收益（包括股息收入和价格上涨带来的收益）：

商业环境:	发生的概率:	预期收益率:
"普通"经济环境	1/3	10%
无通货膨胀下的高速增长时期	1/3	30%
伴随通货膨胀的衰退期(滞涨)	1/3	−10%

如果在过去,平均有三分之一的年份经济是平稳运行的,三分之一的年份是无通货膨胀下高速增长的,剩下三分之一的年份是滞涨的,那么我们有理由接受这种频率,并把它作为我们推测未来经济运行状况的最佳依据。这时,我们就可以说投资者的预期收益率为10%。在三分之一的时间中投资者能获得30%的收益率,另外的三分之一为10%,最后,在剩下三分之一的时间里她会遭受10%的损失。这意味着,平均来看,她的年收益率为10%。

$$预期收益率=1/3(0.30)+1/3(0.10)+1/3(-0.10)=0.10$$

然而,在获利30%到损失10%的范围内,这个年收益率将是十分不确定的。"方差"就是一种对收益离散程度的测量。它被定义为每一种可能的收益率与其平均收益率(或称预期收益率,即我们刚才所推算出的10%)之差的平方的加权平均(权数为获得该收益率的概率)。

$$\begin{aligned}方差&=1/3(0.30-0.10)^2+1/3(0.10-0.10)^2+1/3(-0.10-0.10)^2\\&=1/3(0.20)^2+1/3(0.00)^2+1/3(-0.20)^2\\&=0.0267\end{aligned}$$

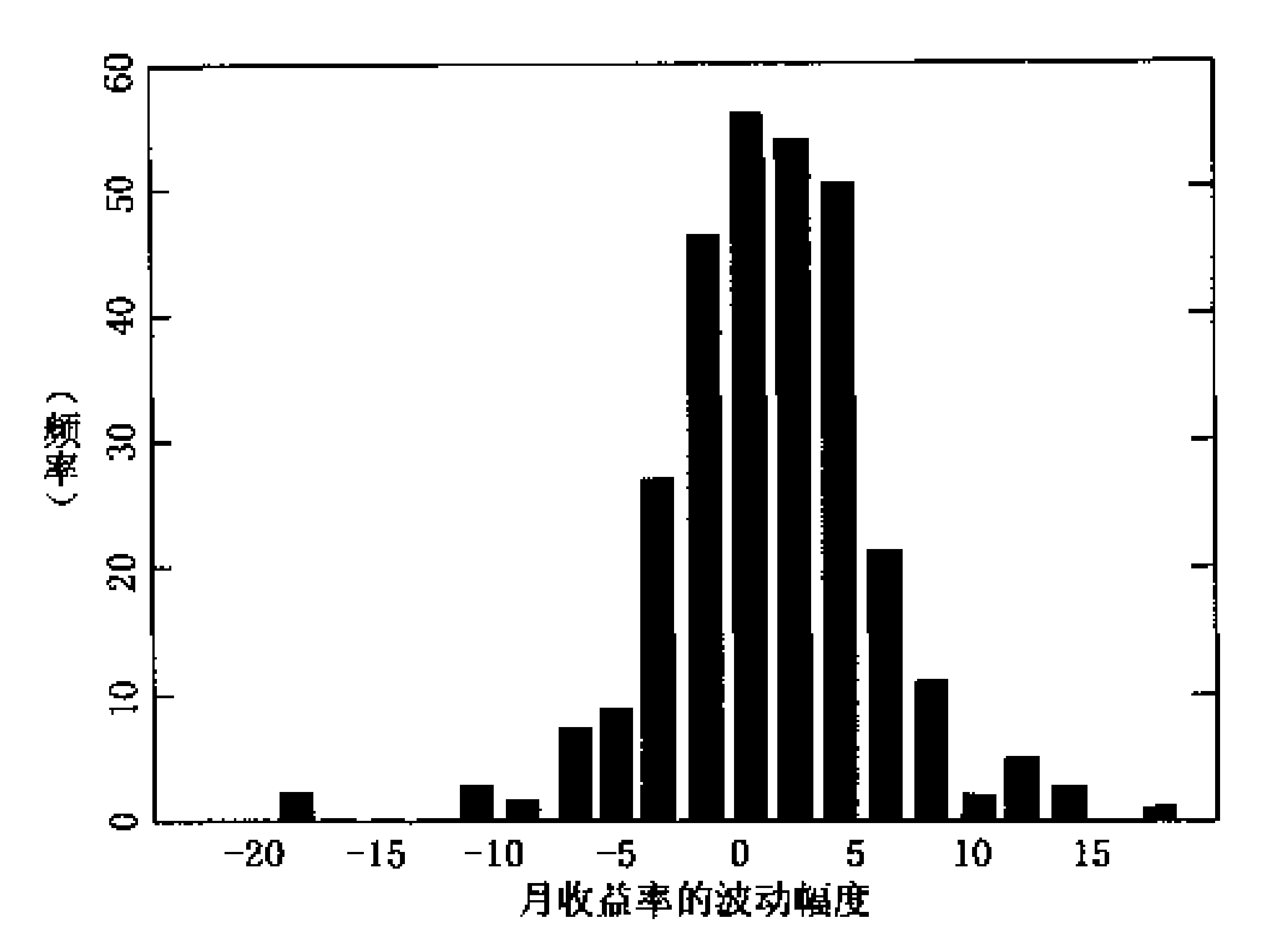
方差的平方根被称为标准差。在本例中，标准差为0.163 4。

通过方差和标准差来测量风险并不能使每个人都满意。“这是确定无疑的，风险与方差毫无关系”，批评者如是说，“如果一个离散的结果是来源于惊喜——换句话说，来源于比预期更优的结果——那么没有任何一个投资者会在他们正常的头脑中认为这是风险。”

当然，可以肯定的是，只有发生不利状况变动的可能性才构成风险。无论如何，只要收益的分布是对称的——换句话说，只要获得超额回报的机会同低于预期收益即遭受损失的可能性大致相当——离差或是方差就能够胜任风险的测度。离差或方差越大，令投资者失望的可能性也就越大。

虽然在通常情况下，单个证券的历史收益率的图形并不对称，但是具有良好多样性的投资组合的收益率却大致呈现出均衡的分布。下图中显示的就是一个以标准-普尔500股票指数的成分股为投资对象的组合在大半个世纪内的月收益率的分布。以相同的间隔（大致为1.25%）把收益率进行划分，注明的频率（月份数）表示落入每一种间隔的数目。这个投资组合平均每月有1%、每年约11%的收益率。然而，在那些市场急剧衰退的时期，这个投资组合同样面临跳水的窘境，单月的最大损失高达20%。

像这样相当对称的分布有一个十分有用的经验性法则，即三分之二的月收益率趋向于落入平均收益率一个标准差的范围内，95%的收益率落入两个标准差的范围



标准-普尔 500 股票指数投资组合的月收益率分布，
1940 年 1 月～1998 年 7 月

内。回忆一下，这个分布的平均收益率为每月 1%，标准差（我们用来测度投资组合风险的指标）大致为每月 4.5%。因此，在这个投资组合中，三分之二月份里的收益率在 5.5%至－3.5%之间，并且 95%的收益率在 10%至－8%之间。显然，标准差越高（收益率散布越广），你遭受更大风险的可能性就越大，至少在某些时候，你将在市场中成为失意人。这就是类似标准差[①]那样衡量变化性的指标被如此频繁地用来表示风险的原因了。

① 标准差和它的平方——方差都用来衡量风险，它们的功能是一样的，我们可以任选方便的一个来使用。

风险记录：一个长期研究

通常，投资者在获得更高回报率的同时将承受更大的风险，这是在金融领域内被证明得最为完美的命题之一。罗杰·伊博森(Roger Ibbotson)和雷克斯·辛奎菲尔德(Rex Sinqucfield)对其进行了最为彻底的研究。他们所使用的数据覆盖范围自1926年至1997年，结果见下列图表。尽管图示如此，但它并非是为曼哈顿林立高楼的轮廓或是一连串的艾菲尔铁塔而设计。伊博森和辛奎菲尔德把不同的投资工具——股票、债券和国库券——与及消费者价格指数作为研究对象，计算每个投资工具每年增减的百分比。图中与水平线垂直的长方形或竖条表示收益率达到0至5%的年份数，下一个竖条就表示达到5%至10%的年数，按正负两个方向依次类推。结果就得到了一系列可以显示收益离差的竖条，并且可以计算出标准差。

部分业绩统计，1926～1997

系列	几何平均值(%)	算术平均值(%)	标准差(%)	分布
大公司股票	11.0	13.0	20.3	
小公司股票*	12.7	17.7	33.9	
长期公司债券	5.7	6.1	8.7	
长期政府债券	5.2	5.6	9.2	

续表

系列	几何平均值(%)	算术平均值(%)	标准差(%)	分布
中期政府债券	5.3	5.4	5.7	
美国国库券	3.8	3.8	3.2	
通货膨胀	3.1	3.2	4.5	

−90%　　0%　　90%

资料来源：伊伯森联合会。

a：1993 年，小公司股票总收益率是 142.9%。

显而易见，从长期来看，普通股总体上保持着相当高的收益率。这些收益，包括股息和资本利得，显著地超过了长期债券、国库券所带来的收益和通货膨胀率(用消费品价格指数的年增长率来衡量)。因此，股票总是能够带来正的、“真实的”收益率，即剔除通货膨胀效应后的收益率。[①] 尽管如此，数据同时也显示了普通股收益存在高度的可变性，从图表中的标准差和收益率的变化范围，我们可以看出这一点。普通股的收益变化范围从超过 50%(1933 年)到损失几乎同样的数量(1931 年)。显然，投资者可以通过承担更高的风险来从股票中获得超额收益。请注意，自 1926 年以来，小型公司的股票提供了更高的收益率，但那些股票的收益离散程度(标准差)在总体上也是更大的。我们再一次看到，高收益和高风险总是如影随形。

① 该结论在比伊博森和辛奎菲尔德所证明的更长的期限内也同样适用。比如，杰里米·西格尔(Jeremy Siegel)发现从 1871 年至 1997 年，美国普通股的年收益率平均为 9.1%，而在这 127 年间，通货膨胀率平均仅有 2.0%。

实际上，在几个为时五年或者更长的时期内，普通股产生了负的收益率。20 世纪 30 年代对股票市场的投资者来说是黯淡无光的，而 20 世纪 70 年代也同样如此。1987 年 10 月，股票市场将近三分之一的暴跌，简直就是整个 30 年代股价戏剧性变动的缩影。同样，经过一个长时间的拉升，投资者通过承担更高的风险获得了更大的收益。然而，一旦给定一个投资者追求的收益率，就会有很多方法使他们减少自身所承担的风险。这带给我们现代投资组合理论的主题，它改变了专业人士的投资理念。

降低风险：现代投资组合理论(MPT)

投资理论来源于一个基础，即所有的投资者都像我的妻子一样，是风险厌恶者，他们要的是高收益和能被保证的结果。这个理论将告诉投资者如何在保证获取所追求收益的前提下，通过在投资组合中加入不同种类的股票，把风险的可能性降至最低。同时，还会对“多样性是任何想降低风险的人最明智的策略”这句由来已久的格言给出一个严格的数学证明。

这个理论是由哈里·马柯维茨(Harry Markowitz)在 20 世纪 50 年代创立的，由于在这一领域的杰出贡献，马柯维茨在 1990 年被授予诺贝尔经济学奖。他的著作《投资组合的选择》是其在芝加哥大学攻读博士学位时的论文。马柯维茨是一个富于学者气质的“计算机迷”，除此之外，他的人生阅历也可谓精彩纷呈。他曾任教于加州大学洛杉矶分校(UCLA)，而后又为兰德公司

(RAND)设计过一种计算机语言，还曾用计算机模拟为通用电子解决过制造方面的难题。他甚至还从事过货币管理，担任套利管理公司（Arbitrage Management Company）的总裁，这是一家对冲基金的管理公司。[①] 马柯维茨所发现的就是具有风险性（不确定性）的股票应该被放置在一起，以这种方式将投资组合视为一个整体，其风险在实际上将远远低于其中任何一个单独的股票。

现代投资组合理论的数学内涵是十分高深莫测和晦涩难懂的。它们充斥着许许多多的学术刊物，让成群结队的学者为之忙碌不停。但数学本身并不带来任何哪怕是最微小的成就。幸运的是，你并不需要穿越二次方程式的迷宫来理解这个理论的核心，一个简单的例子会让一切变得简单明了。

假设我们身处一个只有两种经济部门的"孤岛"经济中，第一种是一个大型的度假胜地，包括海滩、网球场、高尔夫球场等，第二种则是雨伞制造业，天气对两个部门的财富收入均产生影响。在风和日丽的季节里，前往度假的游客纷至沓来，面雨伞的销量却呈直线下跌；反之，在阴雨连绵的日子里，旅游业主只能惨淡经营，而雨伞制造者会为高涨的销量和利润雀跃不已。下列表格将给出两个部门在不同季节里的假定收益：

---

① 简而言之，马柯维茨所做的工作就是运用计算机来寻找可转换债券的售价偏离其附属普通股价值的能够套利的投资机会。然而，他承认这里面并不存在什么"高人一等的诀窍"，而且采取相同手段的竞争者也会以一个递增的数目增加，"于是，当我们开始一边互相阻挠，一边几乎同时购买相同的债券时，游戏就将结束了。这个过程最多延续二至三年。"三年后，我这样对哈里说，而且他也承认可转换债券在市场中已经不再具有吸引力了。因此，他转而到芝加哥期权交易所从事对冲交易去了。

	雨伞制造业	度假胜地所有者
晴朗季节	50%	−25%
多雨季节	−25%	50%

平均来说，假设有一半的季节是阳光明媚，而另一半的季节是淫雨霏霏（即晴朗季节和多雨季节出现的可能性各为二分之一）。一个投资者购买了雨伞制造业的股票，他发现从这个投资行为中，有一半的时间可以获得50%的收益，而另一半的时间遭受25%的损失，平均下来，他可能获得12.5%的收益。我们称之为投资者的预期收益。类似地，投资于度假胜地的行为会产生相同的结果。但无论怎样，投资于两种经济部门中的任意一个都会让你面临相同的风险，因为结果是极不稳定的，并且还可能存在多个晴朗或阴雨的季节交替出现的情况。

如果我们假设一个拥有2美元的投资者放弃只投资于一种证券的策略，代之以在两种证券中各投入1美元，那么，在晴朗的季节里，投入旅游业的1美元将产生50美分的回报，而投入雨伞制造业的另外1美元将损失25美分。这样，投资者的最终收益为25美分（50美分减去25美分），也就是他使用2美元进行投资所获得的12.5%的总收益。

请注意，在雨季也一定会出现同样的结果，只是名称有所变化而已。投资于制伞业可以产生50%的收益，而投资于度假胜地则会损失25%。与上面的分析一样，这个多样化投资策略的投资者总共得到12.5%的收益。

这个简单的例子指出了多样化策略的基本优势所在。对这个“孤岛”经济来说，不论天气怎么变化，只要投资者采取分散于两种证券的投资策略，他就可以确保每年12.5%的收益。促使多样化投资策略奏效的关键在于，尽管投资于这两种行业都存在风险（每年的收益率在不断变化），但是它们受到天气条件的影响是不同的（用统计学的术语来说，两者存在负的协方差）[①]。只要经济中的单个企业的运行状况之间缺少类似的关联性（存在差异性），多样化策略就总是可以有效地降低风险。在上例中，由于两者的经营状况将呈现完全相反的变动（一方盈利时，另一方必定亏损），多样化策略就可以彻底消除这样的风险。

当然，事情不会是想象中的那样完美，这里的难点就在于绝大多数公司的经营状况将会非常之相似。当经济萧条、失业加剧的时候，人们既不会去度假胜地享受阳光，也不会为了点点细雨而去购买雨伞。因此，在实践中，投资者不要指望可以像我们刚才所描述的那样完全

---

① 统计学家用“协方差”这一概念来测量我所提及的两种证券收益率之间的相关程度。我们用 R 表示投资于度假胜地的实际收益率，R 表示预期或平均收益率；U 表示投资于制伞业的实际收益率，$\overline{U}$ 表示其平均收益率，那么就可以定义 U 和 R 之间的协方差 COV_{UR} 如下：

$$COV_{UR}=\text{雨季的概率}(U_{\text{雨季}}-U)(R_{\text{晴季}}-R)+\text{晴季的概率}(U_{\text{晴季}}-\overline{U})(R_{\text{晴季}}-\overline{R})$$

用前文的收益情况表和假设的概率，我们就可以向公式中代入数字：

$$COV_{UR}=1/2(0.50-0.125)(-0.25-0.125)+1/2(-0.25-0.125)(0.50-0.125)$$
$$=-0.141$$

无论何时，只要两种证券的收益是一前一后同向变动（当一者上升时，另一者也随之上升），它们的协方差就是一个较大的正数。相反，如果两种收益完全相反，就像所给出的例子那样，我们就说两种证券之间存在负的协方差。

消除风险。不过，公司的经营状况也不会完全类似，因此，投资于一个分散的证券组合将会比仅仅投资于一两种证券所面临的风险要小。

从这个例子中，我们可以很容易地为实际投资组合的构造提供借鉴。假设你打算用通用汽车和其主要的新型轮胎供应商的股票构建你的投资组合。那么，这种分散化策略能否在很大程度上降低你所面临的风险呢？大概不能。也许没有人会赞同“通用汽车垮了，整个美国也就不行了”的说法，但有一点是可以肯定的，如果通用汽车的销量暴跌，那么其从轮胎制造商那里购买新型轮胎的数量也会骤降。一般来说，如果两家公司的收益状况具有较高的协方差（相关性），那么分散化策略将不会起到很大的作用。

另一方面，如果通用汽车公司与欠发达国家的政府签订合约，建立战略协作关系，那么分散化策略将可以充分地降低风险。通常这是毋庸置疑的，即一旦国家土崩瓦解，通用汽车也将面临破产的窘境。如果消费者的支出下降（或者如果一场石油危机让整个国家陷于瘫痪），通用汽车的销售量和收入将会下降，同时整个国家的失业率也将同步上升。现在，如果政府在高失业期间向萧条行业提供大笔定单（以缓解那里由失业所带来的创伤），那么通用汽车的收益和那些政府承包商的收益将不会同步变动。这样，两种股票之间应该只有很小的协方差，甚至更好，存在一个负的协方差。

这个例于看起来似乎有些牵强，许多投资者认识到，即使在市场彻底崩溃、几乎所有的股票都趋于下跌的情

况下，至少在某些特定的时期，总有一些股票和特定的资产能够做到逆市场而动。换句话说，它们具有负的协方差，或者说，它们同其他资产之间都是负相关的。[①]

这里再啰嗦一下，负相关并不是通过多样化策略来达到降低风险的必要条件。马柯维茨为投资者的钱包作出的最大贡献在于，他证明了只要不是完全正相关，无论在任何情况下，都可以潜在地降低风险。他研究得出的结论罗列在下面的表格中。正如你已经看到的，它证明了相关系数在决定增加一个证券或资产能否降低风险中起到的至关重要的作用。

相关系数和多样化策略降低风险的能力

相关系数	多样化策略对风险的影响
+1.0	没有降低风险的任何可能性
0.5	可能适度地降低风险
0	可能降低相当可观的风险
−0.5	绝大多数风险能被消除
−1.0	所有的风险都能被消除

相关系数被用来度量不同市场在不同时期触及它们各自的顶峰和谷底的相关程度，它们是马柯维茨分析中的关键要素。完全正相关（相关系数为+1）表示两个市场被同步锁定，在精确的相同时刻共同进退。完全负相关（相关系数为−1）则意味着两个市场总是朝着相反的方向运行：无论哪一个急转，另一个必定也转向。当两个市场呈现完全负相关时——就好像我们的例子中那个虚

① 相关系数是协方差的主要决定因素。

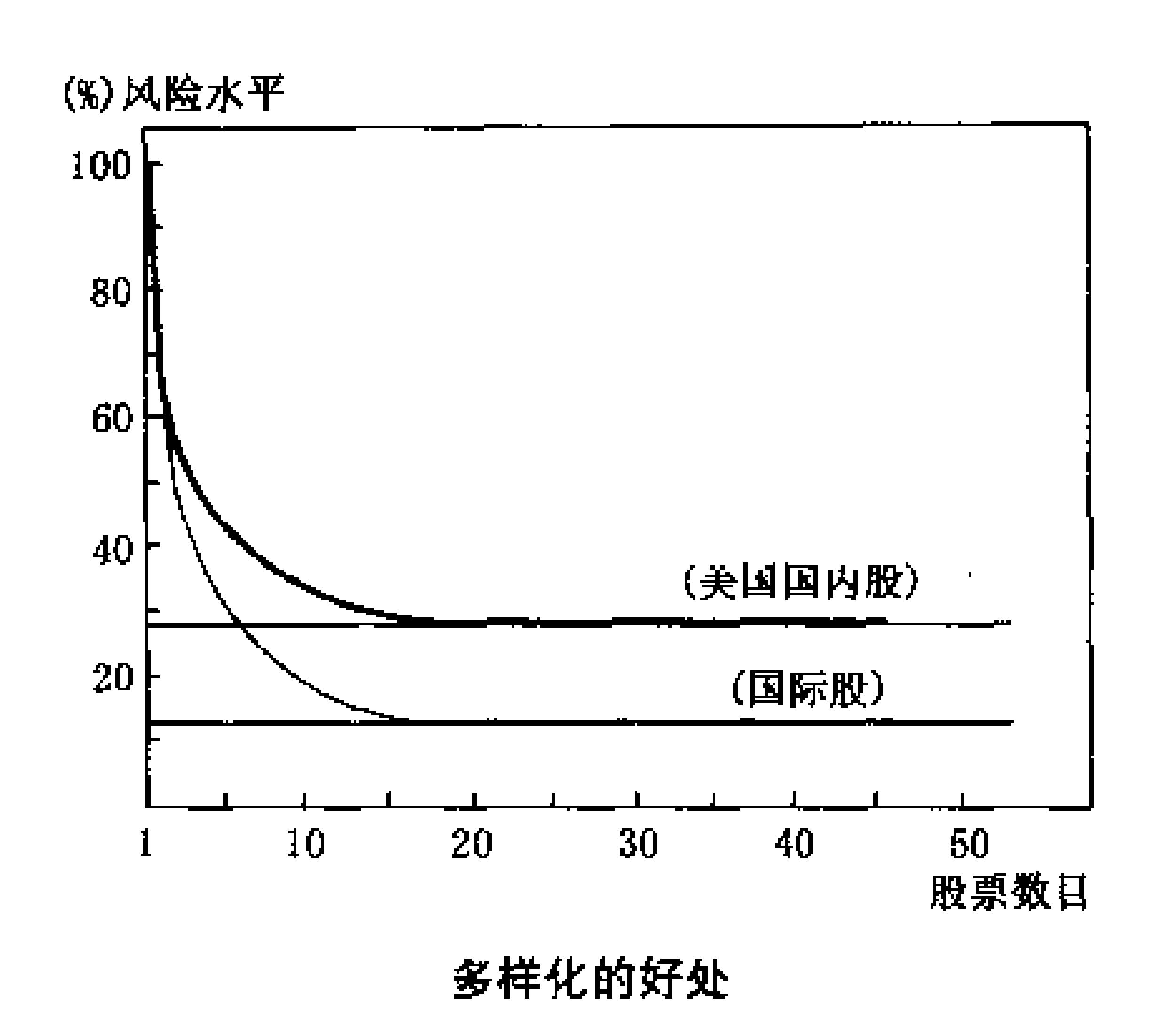
构的"孤岛"经济环境——那么一个投资者一定能够通过多样化投资来完全消除风险。

实践中的多样化投资

为了解读莎士比亚,是否就一定要将他说得完美无缺?换句话说,是否存在这样一种情形,使多样化投资策略不再成为保护收益的魔杖。无数的研究证明,答案只有一个,那就是"存在"。当然,经济学家在说出这个直截了当的回答时,总是显得有些扭扭捏捏。

正如下图显示的那样,对于那些美国"排外者"来说——害怕将视点落在国境线以外的人——组合的黄金数是20,即大约20个规模相当且充分多样化的美国股票(显然,20个石油类股票和20个电子类股票不会达到同样的效果)。通过这样一个投资组合,总风险将被降低近70个百分点。同时,好事也就到此为止了,进一步增加持有股票的数目也不会再带来任何显著的额外风险的下降了。

那些视野开阔的投资者——他们清楚地认识到,从马柯维茨首次阐述他的理论直到现在,我们身边的世界已经发生了翻天覆地的变化——能够得到更多的保护,因为外国经济的变化已经不再与美国经济的变化保持步调一致了。例如,发生在20世纪70年代的石油危机,对匮乏石油的欧洲和日本造成的破坏性要远远大于美国,至少美国在石油上可以部分地实现自给自足。而另一方面,近十倍的油价上涨对印度尼西亚、委内瑞拉和中东的



多样化的好处

石油输出国产生了极大的正面影响。同样地，矿产和其他一系列原材料价格的上涨会为那些自然资源充足的国家带来正面的效应，而对许多发达的工业化国家带来负面的影响。

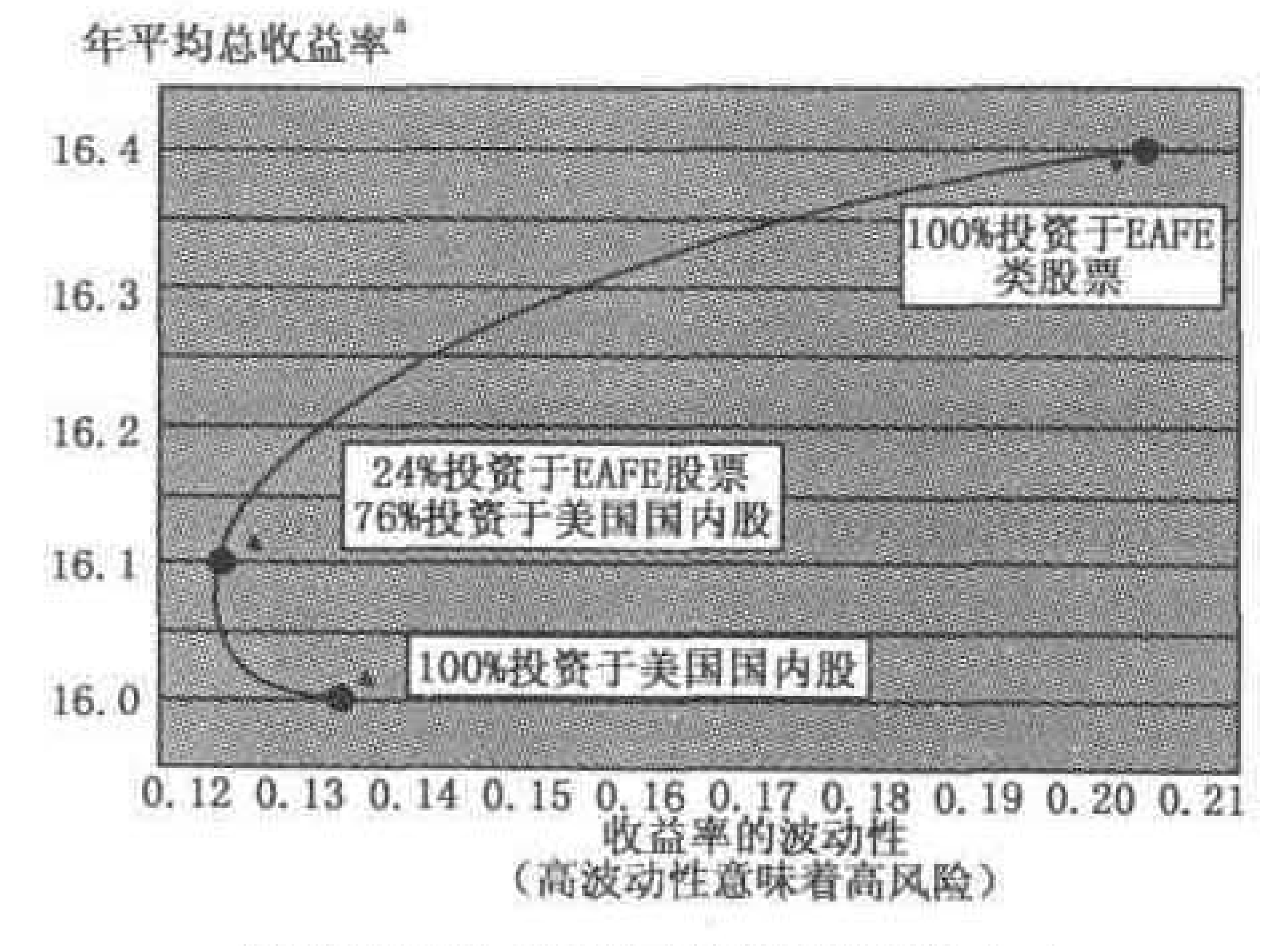
由此，我们可以推断，“20”对于具有全球观念的投资者来说也是个黄金数字，从图中可以看出，这些投资者得到了更多的保护。这里的股票并非单单来自美国证券市场，它还包括英国、法国、德国、意大利、比利时、荷兰以及瑞士。正如所预期的那样，一个国际化的多样性投资组合将比一个同样规模但仅包括纽约证券交易所中的股票的投资组合面临更小的风险。当然，如果持有的股票还包括环太平洋国家（比如澳大利亚、日本）的话，那就会带来更多的好处。

国际性多样化的投资策略所带来的好处已经得到了

很好的证明。下面的图形显示了从 1977 年到 1997 年的 21 年间所实现的回报。在此期间，外国证券（通过摩根·斯坦利 EAFE[欧洲、澳大利亚和远东]发达国家指数来测量）的年收益率略高于标准-普尔 500 指数中所包含的美国股票。然而，美国股票因在年与年之间具有较小的不确定性而稍微安全一些。在这段时期，两种指数之间的相关系数围绕在 0.5 左右，这表明二者呈适度的正相关。图中的曲线表明，在一个投资者持有不同比例的美国股票和 EAFE 股票的情况下，他所能实现的收益和风险（不确定性）的各种不同的组合。在该图形的右侧，我们可以观察到，在仅仅持有 EAFE 股票的情况下，投资组合所产生的高收益和更高的风险水平的情况。而图形的左侧则让我们看到了全部持有美国国内股票的投资组合的收益和风险水平。图中实心的黑线显示了介于完全国内股和完全国外股之间的投资组合所产生的收益与不确定性的变动轨迹。

在 1977 年至 1997 年的 21 年间，得到最高回报和最小风险的投资组合是 24%的发达的外国股票和 76%的美国股票的结合。

请注意，当投资组合从 100%的美国股票向逐步增加外国股票的转变过程中，收益率呈现出增加的趋势，这是因为在这 21 年中，EAFE 股票产生了一个比美国股票更高的收益率。然而，重要的一点是，增加这样一些较高风险的证券在事实上降低了整个投资组合的风险水平，至少在某些时候是这样的。最终，随着风险较高的 EAFE 股票在整个投资组合中所占的比例越来越高，总



美国和发达国家股票之间的多样化组合

数据来源：数据流公司。

a：包括资本利得和股息在内的收益率及用百分比表现的形式。

体风险也就随着总体收益的上升而增加了。

这个分析给出了一个貌似荒诞的结论，投资组合的总体风险会因为加入少量高风险的外国股票而降低。举例来说，当日本股票在美国证券市场中所占的比例逐步增加时，日本汽车制造商的优良业绩就可以在某一些时间内平衡掉美国股票拙劣的表现。同样，当美元日渐走强、而欧洲经济却在美国经济繁荣昌盛的映衬下继续踯躅不前时，美国的制造业也会部分抵消欧洲制造业低迷的收益率。恰恰是这种“中和作用”消除了整个投资组合的不确定性。

最终结果表明，由24%的外国证券和76%的美国股票所组成的投资组合承担的风险最低。此外，向一个纯粹的由美国股票组成的投资组合中加入24%的EAFE股票也同样可以增加该投资组合的收益。从这个角度理

解，国际化多样性的投资组合策略是当今全球证券市场中最接近于免费午餐的东西。通过向投资组合中加入外国股票可以获得更高的收益，同时又可以面临更小的风险，没有任何个人或机构的投资组合经理可以对其视而不见。

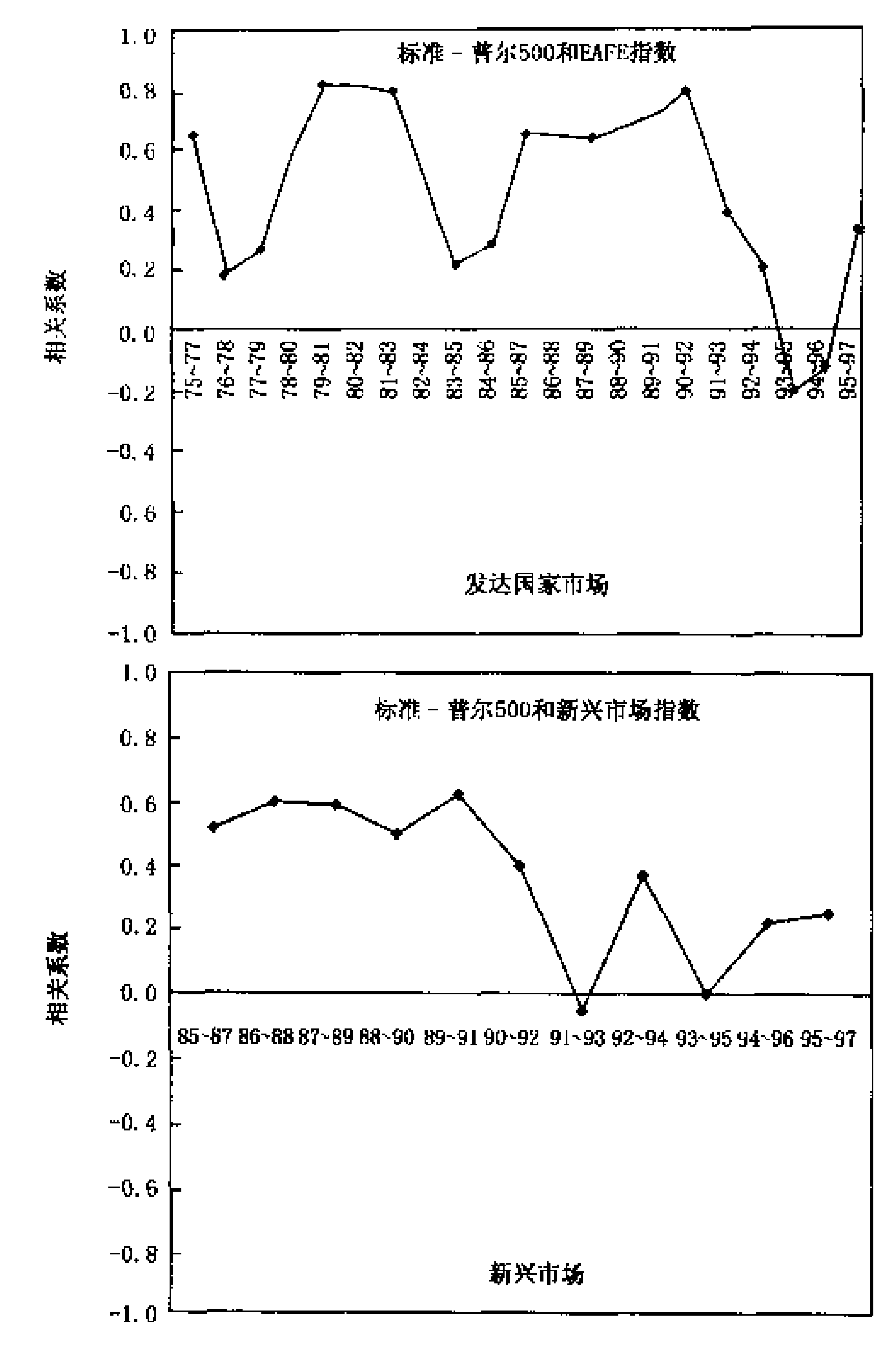
外国证券也并非总是可以提供比美国股票更高的收益。在1988年至1997年的10年间，美国股票市场（以标准-普尔500指数来衡量）远远超出了欧洲和日本的股票市场。无论如何，多样化策略总是可以产生降低风险的好处，而并不在乎哪个市场表现得最好。只要市场之间的相关性不达到完全同步关系，投资者就可以从国际性多样化中确保自己的收益。

投资者甚至可以通过在组合中加入新兴市场的股票来进一步改善投资收益。尽管事实是新兴市场的股票具有更大的不确定性——在1997年至1998年初，新兴地区的股票上涨和下跌的幅度要远远强于美国股市，当然它们也付出了惨重的代价——但实际上将多样化的范围进一步拓展到这些市场中将会消除整个投资组合的不确定性。大多数新兴市场的股票与美国股市之间的相关性，在总体上要低于美国股市和其他发达国家之间的相关性。此外，新兴证券市场的收益率与发达的欧洲、亚洲证券市场的收益率之间也不存在很高的相关性。许多美国人是全球性的消费者：他们从日本和德国购买汽车，从亚洲购买电视机，从新兴市场国家（近起墨西哥，远至泰国）购买多种货物。正如消费者从全球性市场中获益一样，全球性的投资也同样可以使投资者得到好处。

我们看到，把发达或新兴国家的证券市场中的股票

同美国股票相结合，都能够获得高收益、低风险的普通股投资组合。但是，正如本书的每一个读者都熟知的那样，过去所发生的未必会在将来重现。因此，你是否还能继续从国际性多样化投资策略中获得免费的午餐呢？许多分析家认为不能。他们觉得世界经济的全球化趋势正在弱化国际性多样化投资策略所带来的优势。他们引用1987 年 10 月美国股票市场暴跌的事实，全球金融市场在美国股市遭遇重创的打击下应声而落，这似乎是对多样化投资策略的迎头痛击。此外，1995 年墨西哥比索毁灭性的贬值和 1997～1998 年亚洲金融危机的蔓延都给全球几乎所有的新兴市场带来了负面影响。然而，虽然冲击在短期内有在全球加剧的趋势，但没有任何深入的研究可以证明，世界市场的相关性在长期内有增加的趋势

下面的图形分别显示了，市场之间的长期相关性随着时间的推移仍旧保持在一个较低的水平上，特别是在整个 20 世纪 90 年代。顶端的一张图展示的是 EAFE 和标准-普尔 500 指数之间的相关性，每隔三年计算出 EAFE 和标准-普尔 500 指数的季度收益率之间的相关系数，并将每三年的相关系数在图中对应的时点标志出来。平均来看，EAFE 和标准-普尔 500 指数之间的相关系数维持在略低于 0.5 的水平上。虽然 1998 年的相关系数有所上升，但并没有长期的趋势可以佐证相关性的增长具有普遍性，而且也没有为“全球化将不同国家的市场联系得更为紧密”的论调提供任何有力的支持，这就是说依然存在大量机会来赢得多样化策略所带来的好处。



美国股票市场与外国发达国家市场和新兴市场之间的相关性①

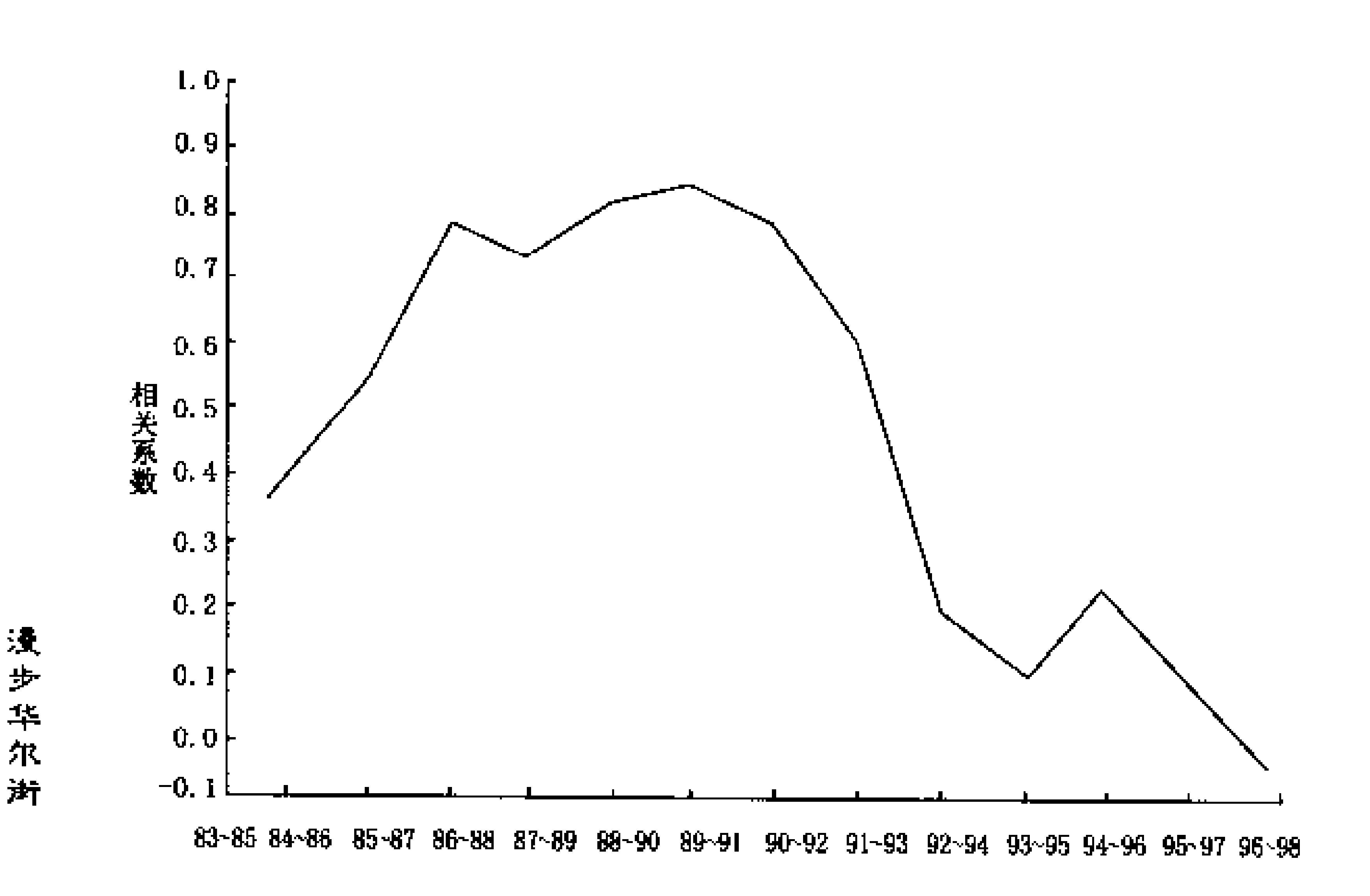
① 图中各点表示每三年的季度收益率的相关系数，分别从1975年（发达市场）和1985年（新兴市场）到1997年。请记住，+1的相关系数意味着不可能从多样化策略中得到任何好处；而为0的相关系数则意味着可以从多样化中得到相当可观的利润。

底部的一张图展示了美国股票市场和新兴国家市场之间的相关性。请注意，这些相关系数比起与发达国家市场之间的相关系数要低得多，平均维持在 0.35 左右，因此多样化策略可以提供更为可观的好处。同样应该注意的是，图中也没有体现出相关性有任何增长的趋势。即使与新兴市场的相关性在十年来的平均水平上再翻一番，多样化策略仍旧可以减少投资组合的风险，提高投资组合的收益。

同样，也存在使用其他种类的资产来分散一个投资组合的有力理由。就像在第四部分中将进一步阐述的不动产信托投资（ERITs，在纽约证券交易所中像股票一样被买卖），它使投资者可以购买由商业不动产构成的投资组合。不动产信托投资为投资组合提供了极富吸引力的由多样化策略所带来的好处。通常，不动产的收益不与其他资产保持同步，比如，在通货膨胀快速增长的时期，房地产产权能够比普通股带来更多的收益。因此，在投资组合中加入不动产往往可以降低整体的不确定性。

另一种投资组合中常见的资产是债券。在第四部分中，我将进一步细致阐述关于债券的优势，但在这里，我还是要提及它们在多样化上的好处。长期债券的走势并不直接折射出其他资产的价格变动，而且如果你持有它们直至到期，你将获得相对稳定的收益。下面两张图分别显示了美国股票市场与不动产市场、债券市场三年期的相关性，两者之间的相关程度非常之低，从而使多样化策略表现出极为重要的优势。同时，也没有任何迹象显示，这种优势在 20 世纪 90 年代有减退的趋势。在第四

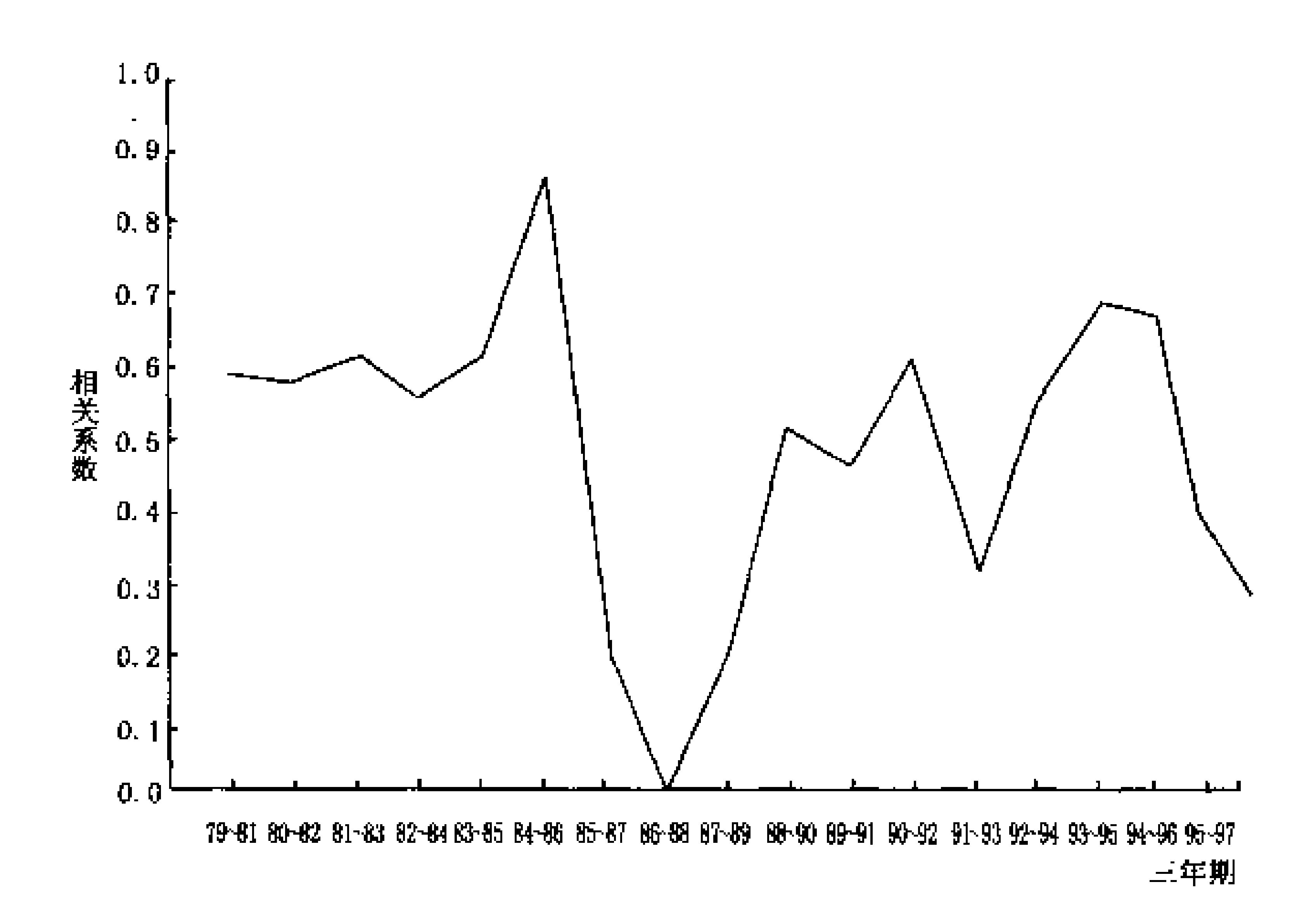
部分中，我将依托这个关于投资组合理论的探讨，为不同时期和不同风险容忍度的个人亲手打造合适的资产配置方案。



美国股票市场与不动产市场(REITs)的相关性①

---

① 该图显示了从1983年到1998年各个三年期中季度收益率的相关系数。记住：相关系数为+1，意味着无法从分散化投资中获益；而相关系数为0则意味着从分散化投资中可以受益无穷。



美国股票市场与债券市场(30年期长期国库券)的相关性[1]

---

① 该图显示了从1979年到1998年各个三年期中季度收益率的相关系数。记住：相关系数为+1，意味着无法从分散化投资中获益；而相关系数为0则意味着从分散化投资中可以受益无穷。

第九章

富贵险中求

理论，如果在现实中只有50%的正确性，倒还不如掷硬币来得痛快。

——乔治·J. 斯蒂格勒(George J. Stigler)，
《价格理论》

现在，我想每一个读者都应该清楚地知道，风险要求补偿。因此，长期以来，不论在学术界还是在华尔街都存在着利用风险以期攫取更多财富的努力。这也就是本章所要涵盖的内容：在测量风险的分析工具上进行创新，并运用这些知识来获取更多的金钱。

我们从现代投资组合理论的一个精巧部件开始讲起。正如我在上一章中所提及的，多样化策略并不能完全消除风险——就像它在虚构的"孤岛经济"中所做的那样——因为所有股票

似乎都有着“生死与共”的决心。因此，多样化策略在实践中只能消除部分而非全部的风险。有三位学者——斯坦福大学的威廉·夏普教授(William Sharpe)、已故的金融专家约翰·林特纳(John Lintner)和费希尔·布莱克(Fischer Black)——汇集了他们的智慧结晶，力图确定证券风险中哪些部分可以被多样化策略消除，而哪些部分不能。这个结果被称之为资本资产定价模型(CAPM)。1990年，夏普教授由于在该领域的贡献，与马柯维茨分享了诺贝尔经济学奖。

隐藏在资本资产定价模型背后的基本逻辑在于：能为多样化策略所分散掉的风险不可能产生任何溢价。因此，为了从投资组合中获取一个较高的平均长期收益率，就必须要相应提高投资组合的风险水平，而且这种风险是不能被分散掉的。依照这一理论，机智的投资者只要通过一种风险测量工具调整其投资组合，就可以轻松地击败市场，赢得这场惊心动魄的逐利大赛，这个工具就是众所周知的贝塔(β，beta)。

贝塔系数与系统性风险

真的是贝塔(β)吗？一个希腊字母是如何进入这场讨论的呢？可以肯定，这不是由某个股票经纪人创造的。恐怕很难想象，某个股票经纪人会正襟危坐地在谈论：“我们可以把任何证券(或投资组合)的总风险合理地描述为证券收益总体的不确定性(方差或标准差)。”不过，我们在教授别人时却经常这么说。此外，我们还会继续

说，在总风险或不确定性中有一部分会被称之为证券的系统性风险，它通常是由大多数股票的股价跟随整体市场的变动而起落（至少在一定范围内）这一基本的不确定性引起的。而股票收益中剩下的不确定性被称为非系统性风险，它是由特定企业的特定因素所导致的，如罢工、新型产品的发明等。

系统性风险，也可以称之为市场风险，捕获了单个股票（或投资组合）对整体市场浮动的反应。一些股票和投资组合对市场的变动十分敏感，而另一些则较为稳定。这种对于市场变动相对的不稳定性或敏感性能够在以往历史记录的基础上被估算出来，这就是众所周知的——也就是你已经猜到的——那个希腊字母 β。

你现在大概已经了解了你曾想知道而又羞于开口询问的关于 β 的一切。从本质上来说，β 就是对系统风险的数字表述。不论它在数学上的处理有多么复杂烦琐，但其背后的基本思想却是简单明了，这就是将精确的数字融入到货币经理人多年形成的主观感觉之中。β 的计算实质上就是在个别股票（或投资组合）的变动与作为一个整体的市场的变动之间进行的比较。

在开始计算之前，首先将一个主要市场指数的 β 设定为 1，如标准-普尔 500 指数。如果一只股票的系数 β 是 2，则平均来说它的波动幅度将是市场的 2 倍。换句话说，如果大市上涨 10%，则这只股票将很可能上涨 20%。反过来，如果一只股票的 β 值为 0.5，则它会显得比市场更加稳定（即市场 10% 的起伏只会导致其 5% 的涨落）。专家们经常把高 β 系数的股票称为进攻型的投

资工具，而把低β系数的股票贴上防守型的标签。

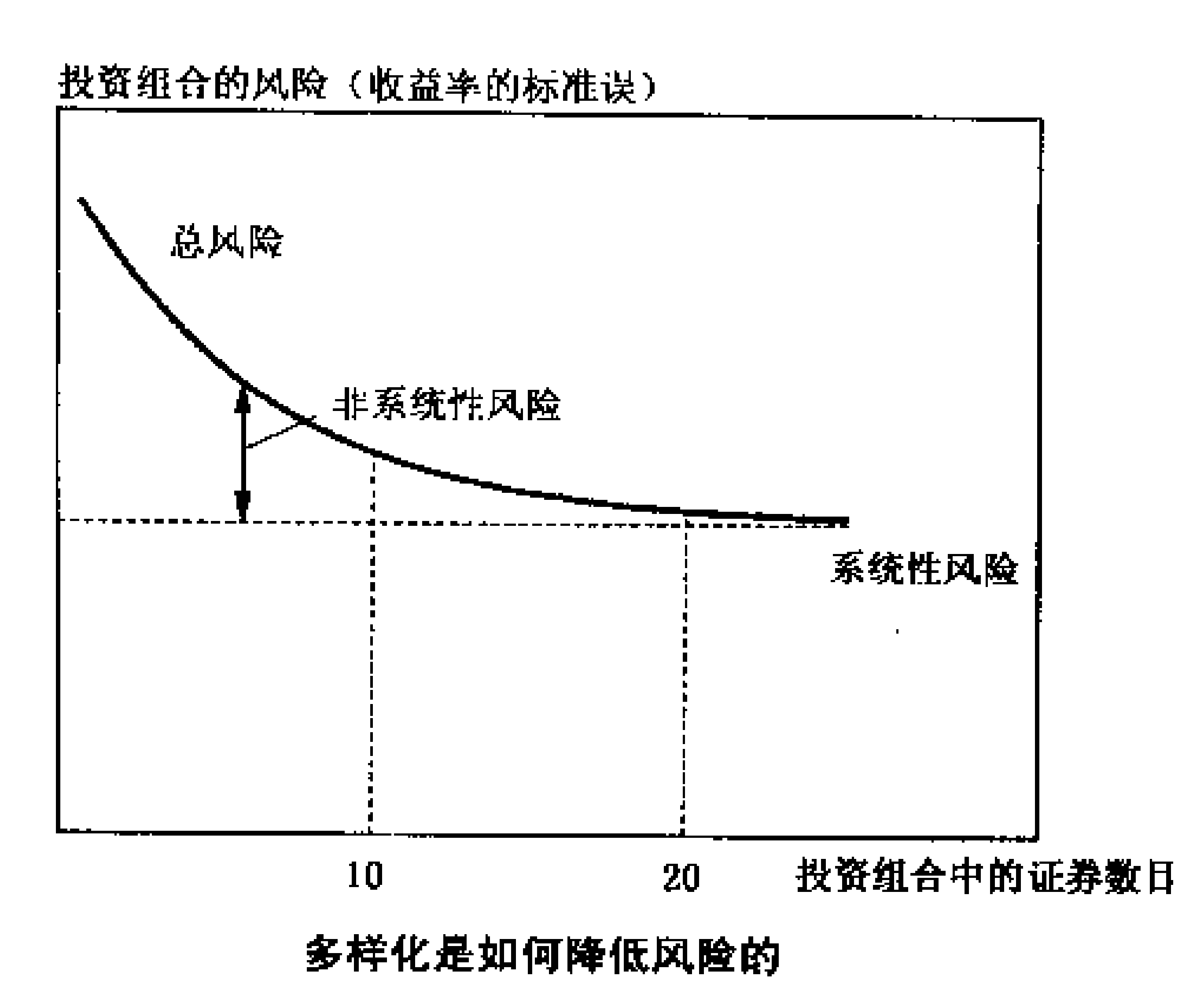
现在，有一件重要的事情是你必须搞清楚的，这就是系统性风险不能被多样化投资策略所消除。这个结论的准确性是因为所有股票的变动都或多或少地保持着步调一致（即它们所蕴含的风险中有很大一部分是系统性的），所以，即使是多样化的股票投资组合也同样具有风险。事实上，如果你完全仿照标准-普尔500指数的构成（其β系数被设定为1）来分散你的投资，你仍然要承担一定的不确定性（风险），因为股票市场作为一个整体也存在大幅的波动。

非系统性风险是由个别企业的特殊因素所引起的股价（和由此引起的股票收益）的不确定性。新的大宗合约的签订、归属于公司财产的矿藏资源的发掘、劳动力的紧缺、财务人员侵吞公款的披露——所有这些都会促使公司的股价独立于市场而波动。由这些不确定性聚集而成的风险正是多样化策略可以消除的那一类。投资组合理论的全部要义就在于，当股票价格不是每时每刻都保持同步波动时，任何一只股票收益的变化就可以被其他股票的互补性变化所抵消或者抹平。

下图向我们展示了多样化的程度与总风险之间的重要关系。假设我们随机地为自己的投资组合挑选证券，那么一般来说该组合将会与市场具有相同的不确定性（投资组合中证券的平均β值将总等于1）。这个图形告诉我们，当你向投资组合中加入越来越多的证券种类时，其总风险水平会下降，特别是在初期效果会更加显著。

当我们挑选十只股票来构建投资组合时，就可以很

好地消除了非系统性风险，而继续增加多样化的程度只能使为数很少的风险得到削减。当我们的投资组合中拥有 20 个分散化程度很高的证券时，非系统性风险将基本上消失殆尽，同时我们的投资组合(β 系数为 1)将与市场的起伏保持内在的一致。当然，我们还可以用平均 β 值为 1.5 的股票投资组合来完成相同的一个实验。不出所料，我们再一次发现，多样化策略能够使非系统性风险迅速降低，但剩下的系统性风险却变得更大了。这样一个由 20 只或更多的平均 β 值为 1.5 的股票构成的投资组合要比整个市场多出 50%的不确定性。



多样化是如何降低风险的

资料来源：莫迪里亚尼(Modigliani)和庞优(Pomgue)，“风险和收益的介绍”，《金融分析家杂志》，1974 年 3 月～4 月。

现在，讨论的关键步骤即将闪亮登场。不论是金融理论家还是从业人员都一致认为，投资者理所应当为其

承担较高的风险而得到较高的预期收益作为补偿。因此，当投资者察觉到未来蕴藏着更大的风险时，股票价格必须为此作出相应的调整，以便提供更高的收益来确保所有证券都能找到自己的买家。显而易见，任何厌恶风险的投资者都不会愿意去购买有着超额风险却不同时伴有超额预期回报的证券。但是，并非单个证券的所有风险都和承担相应风险所产生的溢价密切相关。由于总风险中的非系统性风险能够被足够的分散程度所轻而易举地消除，所以，我们没有理由认为，投资者应当为他们所承担的非系统性风险得到额外的补偿。在总风险中，投资者惟一可以得到补偿的部分是系统性风险，即多样化策略也无能为力的那部分风险。因此，资本资产定价模型告诉我们，任何股票(或投资组合)的收益(我们也可称之为风险报酬)都与β有关，系统性风险是不能被分散掉的。

资本资产定价模型(CAPM)

风险与收益如影随形的命题早已是屡见不鲜了。金融分析家多年前就已达成共识：投资者确实需要为他们所承担的额外风险得到补偿。新投资技术的与众不同之处就在于它对风险的定义和测量。在资本资产定价模型出现之前，人们坚信每个证券的收益是和证券固有的总风险密切相关的。人们还相信，证券收益的变动是由每个证券自身业绩的不稳定性引起的，这种不稳定性产生了收益的方差或标准差；而新的理论却认为，单个证券的

总体风险是毫不相关的。对于额外的补偿来说，只有真正的系统性成分才是重要的。

虽然这个定理的数学证明是相当高深难懂的，但其背后的逻辑却是十分简单。考虑这样一个例子，有两组证券——组Ⅰ和组Ⅱ——每组中各包含二十只证券。假设每个证券的系统风险(β)为1，那么，两组中的每一个证券都会同整体市场的波动保持一致。现在我们假设，由于组Ⅰ中单个证券的特殊因素，使得它们的总体风险比组Ⅱ中的每个证券的总体风险要高出许多。你不妨设想一下，组Ⅰ中的证券除了要受到一般的市场因素的影响之外，还对诸如天气变化、汇率变动、自然灾害等因素特别敏感。因此，组Ⅰ中每一只股票的特定风险将会很高。与此相反，组Ⅱ中每只股票的特定风险被假定为很低，因此，该组中每一只股票的总风险就会保持在一个比较低的水平上。下面的表中显示了这种情况：

组Ⅰ(20种证券)	组Ⅱ(20种证券)
每种证券的系统风险(β)＝1	每种证券的系统风险(β)＝1
每种证券的特定风险较大	每种证券的特定风险较小
每种证券的总风险较大	每种证券的总风险较小

现在，根据旧有的理论，也就是在资本资产定价模型出现之前就被人们广为接受的理论，由组Ⅰ中的证券所构建的投资组合的收益率应该高于由组Ⅱ中的证券所构成的投资组合，因为组Ⅰ中的每一种证券都蕴含着一个较高的风险，同时，我们也知道，风险有权索取相应的报偿。但随着一代代知识分子前赴后继的努力，学者们逐渐改变了他们的想法。按照资本资产定价模型，两个投

资组合的收益率应该是相同的。这又是为什么呢?

首先,我提请读者回忆前面的一张图(如果你不幸忘记的话,可以翻到前面再回顾一下)。从中我们可以看到,当投资组合中证券的数量接近20时,该组合的总体风险就会降低到其系统性风险的水平。这时,所有的非系统性风险都被消除了。现在,细心的读者应该注意到了,在例子中,每个投资组合中证券的数量恰恰是20个。这就意味着,从根本上说非系统性风险已经趋于消失殆尽了,一个意料之外的天灾所带来的厄运将被汇率的有利变动所抵消。诸如此类还有很多。剩下的只是投资组合中每一只股票的系统风险,而这是由系数β决定的。由于在两组中,每一只股票的β值均为1,因此,组Ⅰ的投资组合和组Ⅱ的投资组合将产生完全一样的风险(标准差),虽然看起来组Ⅰ中的股票比组Ⅱ中的股票具有更大的不确定性。

现在,新旧两种观点产生了冲突。根据旧的估价方法,组Ⅰ中的股票被认为能产生更高的收益,因为它们的风险更高。而资本资产定价模型却认为,如果把组Ⅰ的股票作为一个分散化的投资组合来持有,那么这些证券并没有表现出更大的风险。事实上,如果组Ⅰ的股票的确提供了更高的收益,那么所有理性的投资者都会更加倾向于组Ⅰ,并力图通过重新安排他们的持股结构来获取更高的收益。但是在这个过程中,他们会抬高组Ⅰ中证券的价格,同样,也会降低组Ⅱ中证券的价格,直到趋于一种平衡(即投资者不再有调整持股结构的动机)。这时,两个组的投资组合会有相同的收益率,这个收益率与

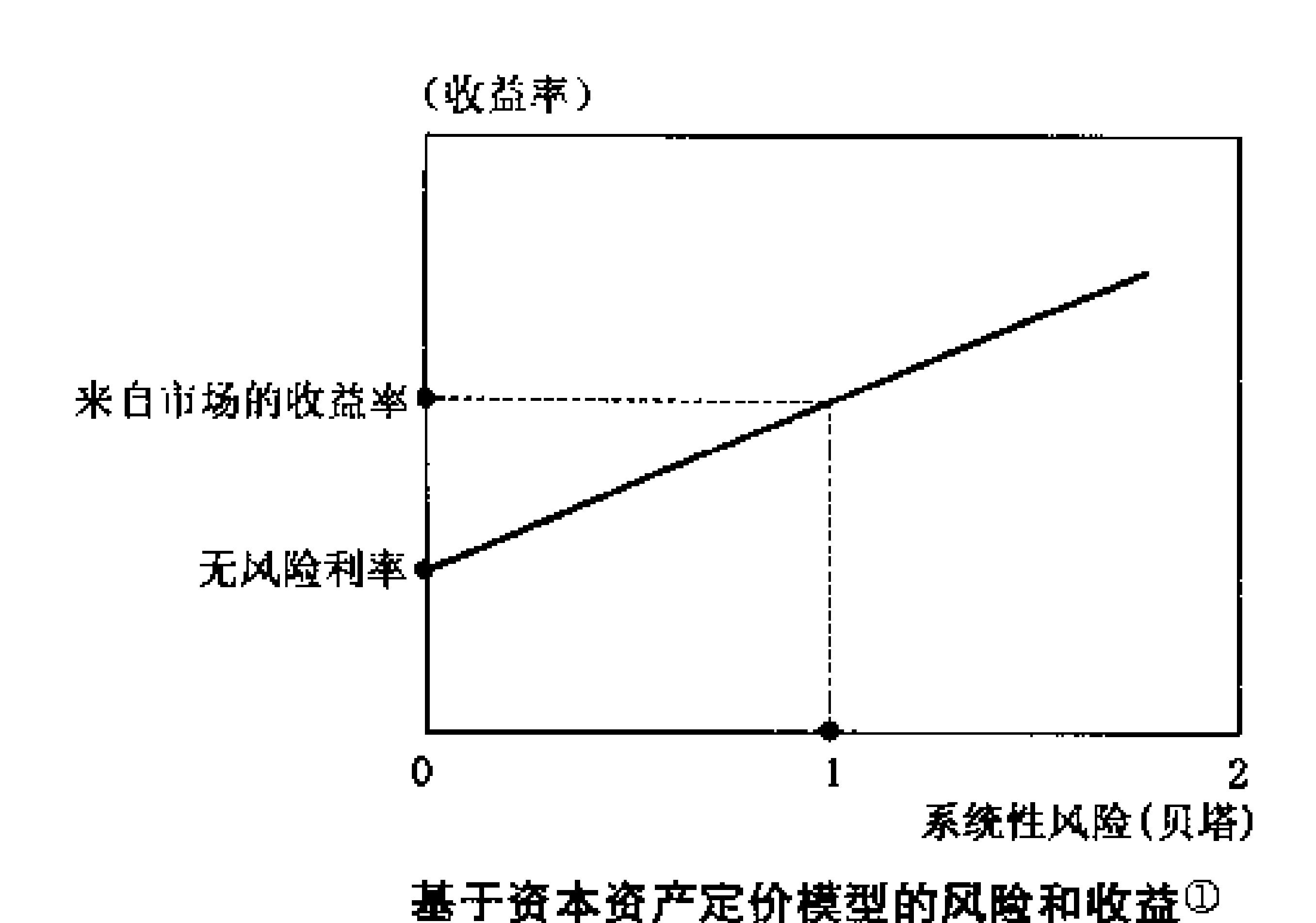
风险中系统性部分(β)的相关程度要远远大于它和总风险的关联度(包括非系统因素或特殊因素)。因为,把这些股票纳入到一个投资组合中可以消除特定的风险,而且只有那些不能被分散掉的或系统性的风险才能决定风险的溢价。投资者不会因承担了能够被消除掉的风险而获得补偿。这就是资本资产定价模型背后的逻辑。

简而言之,资本资产定价模型(以后,我们就用CAPM来表示)的证明类似于下面一段文字的陈述:

> 如果投资者确实可以通过承担非系统性风险来获得超额收益(风险升水),那么,我们就可以得出如下结论:比之于由非系统性风险较低的股票所构成的相等风险水平的投资组合而言,由非系统性风险较高的股票所构成的分散化的投资组合将给投资者带来更多的收益。投资者将会牢牢抓住这个可以得到更高收益的机会,抬高非系统性风险较高的股票的价格,同时,抛售那些有着相同β值,但非系统性风险水平较低的股票。这个过程将一直持续下去,直到具有相同β值的股票的预期收益趋同,并且承担非系统性风险不再能够获得风险溢价时为止。除此而外的任何结果都会与有效市场的存在相背离。

这个理论中的核心关系在下面的图中得到展示。当单个股票的系统风险(β)增加时,投资者就有理由相信其收益率也会增加。如果投资者持有的一个β值为0的投资组合,这就类似于她用自己的全部资金来购买由政府担保的银行储蓄存单(存单的收益几乎不受市场波动的影响,因而β值为0),投资者将由此得到一个适中的收益率,一般称为无风险利率。然而,当投资者承担更多的

风险时，收益也会相应的增加。如果一个投资者持有的投资组合的β值为1（比如，持有结构与股票市场的分布完全一致），那么她的收益将等同于市场的一般收益水平。这个收益将在长期内超越无风险利率，但同时，这一投资行为也就具有了一定的风险性。在某一特定的时期，它的收益也有远低于无风险利率的可能，并且会给投资者带来实质性的损失。这就是我们曾经说过的对风险含义的精确表述。



基于资本资产定价模型的风险和收益[①]

① 如果你还能回想起高中时代所学的代数，那你就一定会记得，任何直线都可以被写成一个方程式。图中直线的方程式表达如下：

收益率＝无风险利率＋β(市场收益率－无风险利率)

此外，这个方程还可以写成风险溢价的表达式，也就是投资组合相对于无风险利率的升水或贴水：

收益率－无风险利率＝β(市场收益率－无风险利率)

这个方程告诉我们，你从任何股票或者投资组合中得到的风险溢价，将同你所假设的β值保持同向变动。一些读者也许会感到困惑，β与协方差的概念之间又是什么关系，它何以在我们的讨论及投资组合理论中如此具有决定作用。在本质上，任何证券的β值和在过去经验的基础上计算出的该证券与市场指数之间的协方差是一回事。

这个图显示，只要通过简单的调整投资组合的β值，就可能得到不同的预期收益。举例而言，假设投资者用她一半的钱去购买储蓄存单，而把另一半资金按照市场的平均份额去投资股票。在这个例子中，投资者的收益率将位于无风险收益率和市场收益率之间，并且她的投资组合的平均β值为0.5①。这样，CAPM就可以轻而易举地断言，你只要增加投资组合的β值，就可以得到一个较高的长期平均收益率。不论是购入具有较高β值的股票，还是支付保证金来买入具有平均不确定性的投资组合，都可以使投资者得到一个β值大于1的投资组合(看图及下面的表格)。一个基金接受了西海岸银行的建议，打算允许投资者以支付保证金的方式购买标准-普尔500指数平均的股票，从而虽增加了其风险，却提高了潜在的收益。当然，在股价急速下跌时期，这样的基金会很快令投资者连衬衫都输掉的。也许它可以解释这种基金在整个20世纪70年代几乎没有找到客户的原因。

投资组合构成实例[a]

期望的β值	投资组合的构成	投资组合的预期收益率
0	1美元无风险资产	10%
0.5	0.5美元无风险资产	0.5(0.10)+0.5(0.15)
	0.5美元市场投资组合	=0.125
		或者12.5%[b]
1	1美元市场投资组合	15%

① 一般来说，投资组合的β值就是各组成部分β值的加权平均。

续表

期望的β值	投资组合的构成	投资组合的预期收益率
1.5	以10%的利率借入0.5美元	1.5(0.15)−0.5(0.10)
	1.5美元市场投资组合	=0.175
		或者17.5%

a:假设预期市场收益率为15%,无风险利率为10%。

b:我们也可直接使用前面图表中所给出的公式来推导预期收益率的精确数字:

预期收益率=0.10+0.5(0.15−0.10)=0.125,或者12.5%

就像某些股票曾经独领风骚一样,β的使用在20世纪70年代早期也是红极一时。《机构投资者》是一本花费大量篇幅来记载职业货币经理人业绩的权威杂志,这本杂志就是在1971年的潮流中获得出版许可的,在其首期的封面上,字母BETA被放置在一个神殿的顶端,而首篇文章的标题就是"对β的顶礼膜拜! 测量风险的新途径"。《机构投资者》发现,现在,连那些数学能力几乎不可能完成除法的有钱人,"都开始追逐着统计学博士到处滥用的β"。甚至连证券交易委员会(SEC)都在其《机构投资者研究报告》中同意将β作为风险衡量标准。

在华尔街上,早期β的狂热支持者们四处向人吹嘘,他们只要简单地买入一些高β值的股票就可以获取更高的长期收益率。那些自认为可以把握市场节奏的人认为自己拥有更绝妙的点子。当他们认为市场将上升时,就买入高β值的股票,而当他们惧怕市场可能的下跌时,便转而购买那些低β值的股票。为了适应对这种新投资理论的狂热,β测量法在股票经纪人中广泛流传,并且每一

个投资机构都提供他们自己对β的估计值以作为进步主义的象征。今天，你可以从一些股票经纪人的手里得到β的估计值，比如美林公司，或者是一些投资咨询机构，如价值线和晨星(Morningstar)。华尔街上β的拥护者在狂热支配之下对其信仰赞不绝口，甚至连许多学院里不人流的热心学人也抱定了决心要去传播β的真理。

实践中的多样化投资

在莎士比亚的《亨利四世》中，格兰道尔(Glendower)向霍特斯珀(Hotspur)吹嘘道，“我能够从幽深处召唤精灵”。“哦，是吗？这个我也行，而且似乎任何人也都可以做到”，霍特斯珀十分平静地回答道，“但是，当你召唤他们时，他们真的会来吗？”任何人都可以建立起关于市场运行的理论，资本资产定价模型只是沧海一粟，但问题的关键在于：它真的能发挥作用吗？

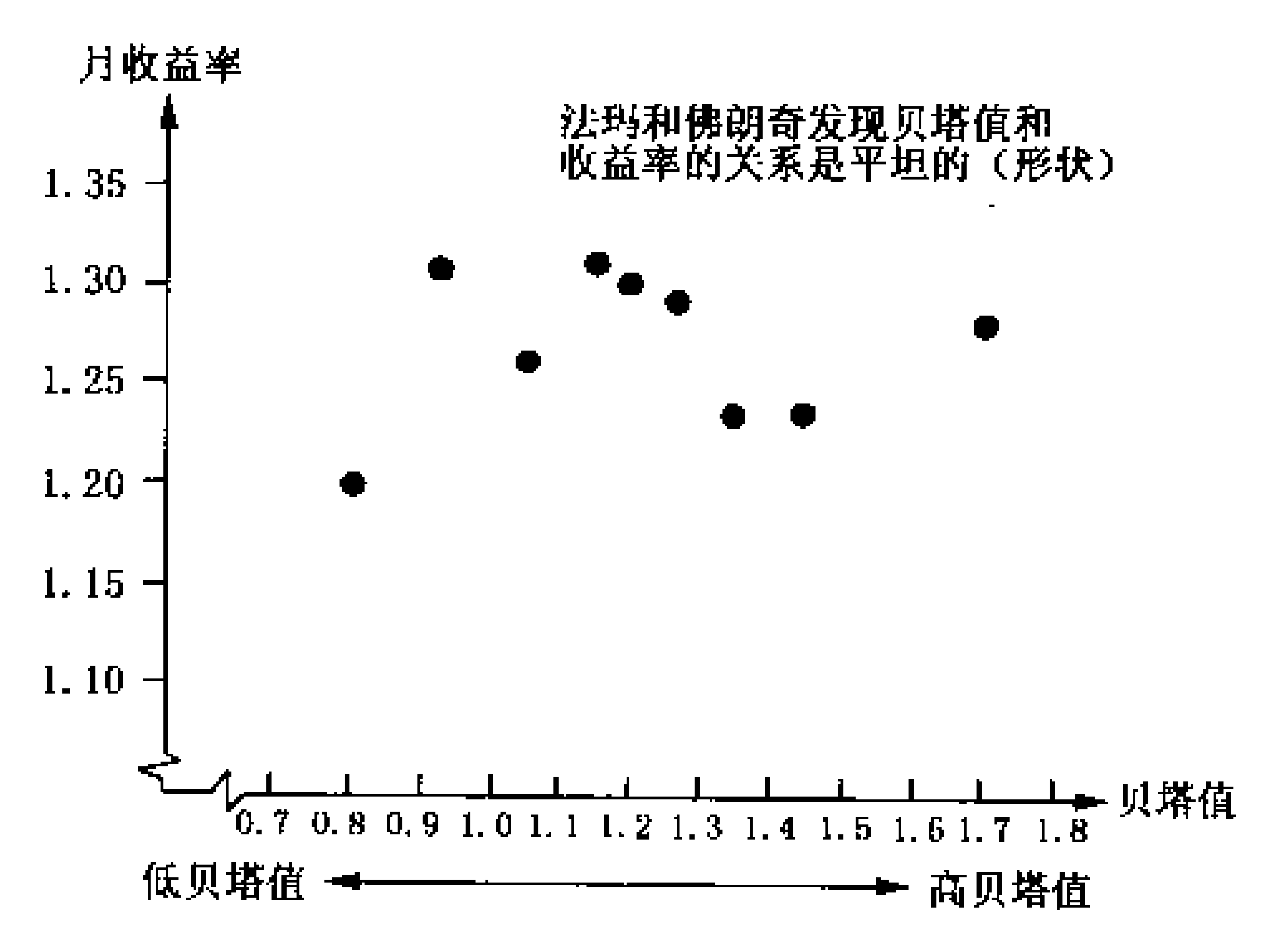
相信许多机构投资者都认可β这个概念，至少用它衡量历史表现。毕竟，β只是一个理论上的产物。什么能够比这更呆板呢？简单地创造一个数字，就可以用来描述证券的风险，在本质上，这一做法几乎是苍白无力的。的确，这需要在计算机程序上花费大量的精力，不过只有那些闭门造车者才喜欢这样做。虽然你并不相信β，但你还是不得不使用β的语言，因为在全国的高等院校里，我和我的同事们已经培养出了一大批擅长这些术语的博士和工商管理硕士。他们已经成为职业投资人，并且习惯于把β作为衡量投资组合经理人业绩的工具。

如果实现的收益率超过了基于所有投资组合的β值预测出的结果，这个投资组合的经理人据说就是出类拔萃的。市场中大量的游资都在努力搜寻可以使超额收益率最大化的经理人。

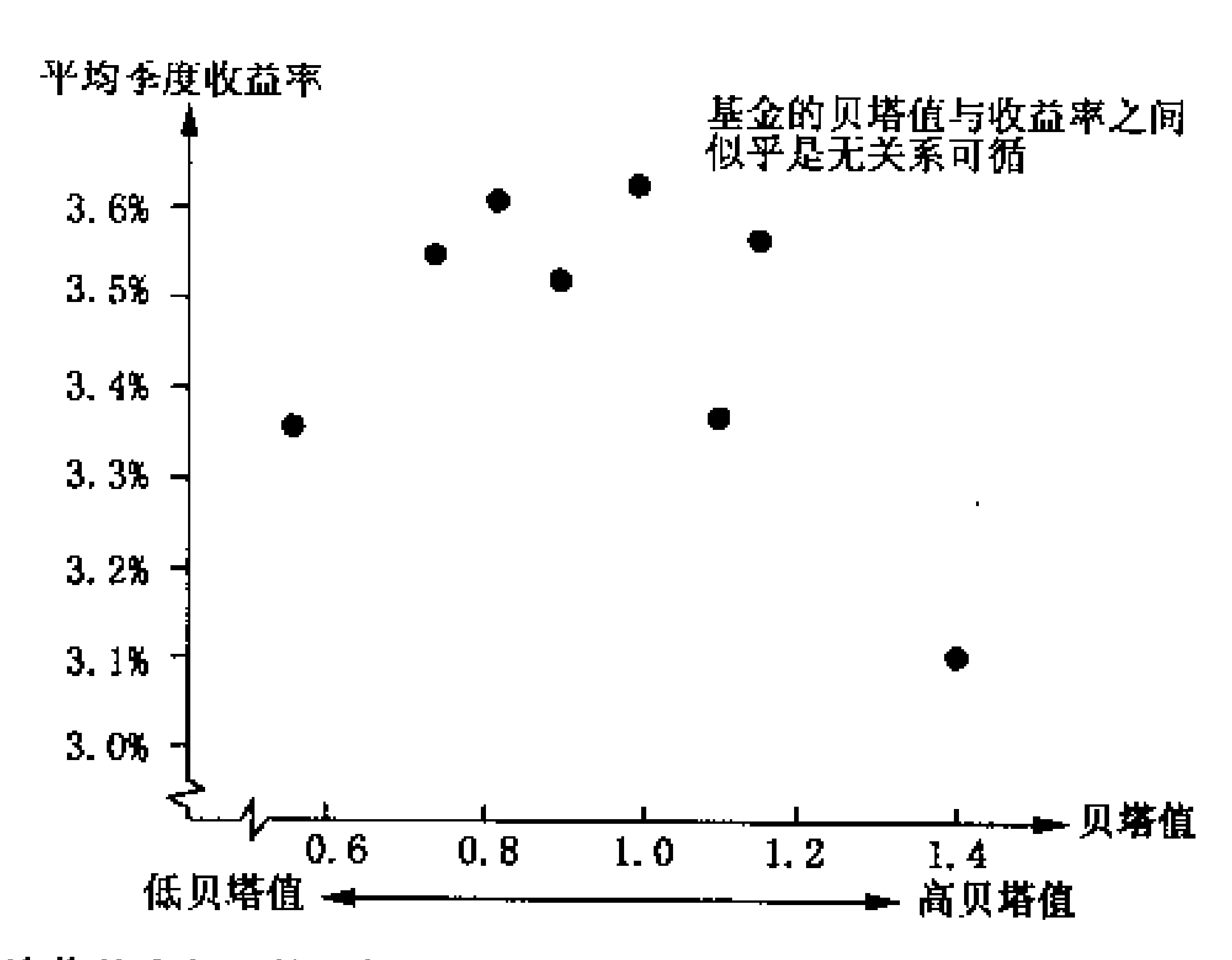
但β是否真的是一个有用的风险测量工具吗？是否真的像资本资产定价模型所论述的那样，高β值的投资组合能够产生比低β值的投资组合更多的长期收益吗？单独依靠β是否就可以概括出证券的总体系统风险，或者我们是否还应该考虑其他因素？简而言之，β是否真的可以产生骄人的业绩？这些都是当前学者们和实际工作者在热烈讨论着的问题。

在1992年的一份研究报告中，尤金·法玛(Eugene Fama)和肯尼斯·佛朗奇(Kenneth French)把1963年至1990年间所有在纽约、美国和纳斯达克(NASDAQ)交易所交易的股票，按其β值的十分位进行了划分。从下面的图中我们可以看出，在不同分类组合的收益率和它们的β值之间实际上不存在任何关系。我也曾对共同基金和它们的β值之间进行过相同的研究，结果如下图所示，在整个20世纪90年代显示了同样的结果。在股票或投资组合的收益率与风险的β值之间，不存在任何关系，这也验证了法玛和佛朗奇的结论。

由于他们宽泛的研究涵盖了将近30年的时间，法玛和佛朗奇得出结论，收益率与β之间的关系实际上是没有说服力的。β，这个资本资产定价模型中关键的分析工具，在把握风险与收益的关系上毫无用处。因此，到了20世纪90年代中期，不但是实际工作者，甚至是许多学



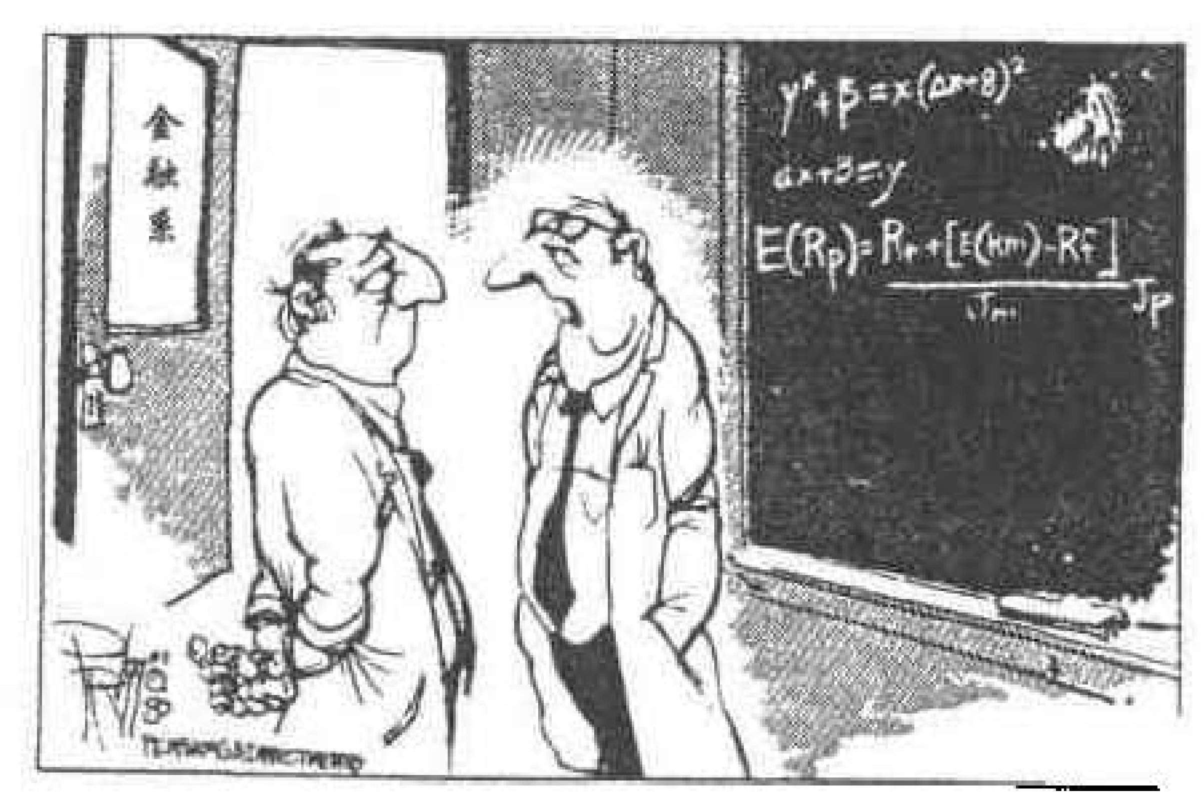
月平均收益率与β的比较，1963～1990年(法玛和佛朗奇的研究)



季度平均收益率与β的比较，1981～1991年，271家共同基金(麦基尔的研究)

者都准备把β抛入废物堆中。那些早先把β置于统治地位的金融杂志，现在都在使用诸如"β之死"、"再见，β"以

及"β被击倒"之类的标题。其中的代表就是在《机构投资者》上发表的一篇署名为"深刻匡特(deep quant)"[①]的文章，在开头这样写道，"在资金管理领域发生了一件大事，那就是资本资产定价模型死了"。该杂志接着引用了一个叫"雨披匡特"的作者的话："对投资者而言，高等数学将是正在扬帆启航的泰坦尼克"。至此，构成新投资技术的全套工具——包括现代投资组合理论(MPT)——全都被笼罩在怀疑的浓云之中了。



当你把MPT说得很快时，就变成了"什么都没有"(empty)，这是不是让你很烦恼呢?

对证据的评价

我个人认为"深刻框特"的观点是错误的。在CAPM中发掘出严重的漏洞并不会导致在金融分析中

① "匡特"(Quant)是华尔街上对那些有定量分析(quantitatively)倾向的金融分析家的昵称，他们往往对新的投资技术给予很大的关注。

放弃使用数学工具，而回归到传统的分析方法上来。此外，我也压根儿没打算在那个时候为β写上一篇讣告，我相信尚有许多原因使我不宜仓促定下结论。

首先，你必须记住稳定的收益更加可取，换句话说，它比不确定的收益具有更小的风险。很显然，如果某人只能从开采石油中获取同购买无风险的政府债券一样的收益，那么只有那些仅仅为了喜欢赌博而去赌博的人才会去开采石油。如果投资者在不确定性上真的不犯任何错误，那么这个流动着数以万亿资金的衍生证券市场也就不会如此繁荣了。因此，运用β对相对不确定性进行的衡量，至少抓住了我们平时所考虑的风险的某些方面。同时，根据以往资料得出的投资组合的β，能够很好地完成对未来不确定性的预言。

其次，正如理查德·罗尔（Richard Roll）所说的，我们必须牢记在心，不论以何种精度去测量β都是十分困难的（事实上，这几乎是不可能的）。标准-普尔500指数并不能代表整个市场，证券市场的构成中还包括成百上千只美国市场上的其他股票，以及数以千计的海外市场上的证券。此外，整个市场中还有债券、不动产、贵金属以及所有种类的商品和资产，还有就是我们每一个人最重要的资产——由教育、工作和生活经验所构筑的人力资本。依据你测定的“市场范围”，你可以得到大相径庭的β值。一个人对于资本资产定价模型的评价，以及β作为风险测量工具所能起到的作用，在很大程度上依赖于你是如何去测度β的。两位明尼苏达大学的经济学家拉维·乔纳森（Ravi Jagannathan）和王振宇（Zhenyu

Wang)发现，当市场指数（我们用以测量 β 的指标）被重新定义为包括人力资本在内，并且 β 被允许随着经济的循环波动而变化时，对 CAPM 和 β 作为预测工具的支持也变得有力起来。

再次，也有一些证据显示，当这一测量是在一个相当长的时期内进行时（如 1927 年至今），你可以发现收益率和 β 之间还是存在正相关关系的。

最后，投资者应该明确，即使 β 和收益率之间没有长期的相关关系，但 β 仍是一个有效的投资管理工具。如果存在这样的事实（实际上这种可能性很大），低 β 值的股票可以得到一个可靠的收益率，至少和那些高 β 值的股票一样，那么 β 作为一种投资工具将比其在资本资产定价模型中更有价值。投资者可以发掘出那些低 β 值的股票，获取同整体市场一样有吸引力的收益，并且还承受着低得多的风险。那些真正希望通过设定高风险来追寻高收益的投资者，应该以支付保证金的方式购买并持有低 β 值的股票，从而同时增加风险和收益。此外，在市场剧烈波动时，β 能够有效地测量风险。在过去 50 年中发生的所有熊市里，高 β 值的股票比低 β 值的股票有更加强烈的下跌趋势。当然，有一点你应该清楚，那就是经常被我们测算的 β 并不能代替头脑的思考，也不能简单地把它作为一个长期未来收益的预测家来依靠。无论如何，在我看来，那些关于 β 已经死亡的报道还为时太早。

追求更优的风险测量工具：套利定价理论

如果β作为一个有效的测量风险的数量工具已经被破坏殆尽，那么是否还存在什么可以代替它的东西呢？史蒂芬·罗斯(Stephen Ross)是风险测量领域中的开拓者之一。罗斯发展了一种运用于资本市场的定价理论，称为套利定价理论(APT)。APT对学术界和投资组合管理的实务领域均产生了广泛而又深远的影响。为了理解最新的APT在风险管理中发挥作用的方式，你必须记住CAPM中一个正确的观点，即投资者惟一应该从承担风险中获得补偿的部分是那些不能被分散掉的风险。在市场中，只有系统性风险才能赢得风险报酬。然而，对于特定的股票和投资组合来说，风险中的系统要素往往太过复杂，以至于很难被掌握，更不用说是运用于测量β，即股票变动与市场之间背离幅度的趋势。尤其是因为任何一种股票指数都不能很完美地代表市场的总体，因此，现在许多数量分析家都认为，运用β分析并不能把握风险中许多重要的系统因素。

让我们来看一下其他的系统风险要素。比如国民收入的变动，就能够系统性地影响每一只股票的收益。这已经在第八章中通过“孤岛经济”的例子作了说明。同时，国民收入的变动精确地反映了个人收入的变动，证券收益和工资收入之间的系统性关系会对个人行为产生显著的影响。比如，一个在通用汽车(GM)车间中工作的劳动者会发现，持有GM的普通股将会面临很高的风

险，因为遭到解雇和股票收益下跌几乎可能同时发生。国民收入的变动还会反映其他形式的权益收入，因此，投资组合的机构管理者也会受到影响。

利率变动也能对单个股票的收益产生系统性的影响，并且是一个重要的不能被分散掉的风险要素。在某种程度上，利率的上扬会诱发股票的下跌，这时你购买普通股就是一个有风险的投资行为，而那些在总体利率水平上升时特别容易遭受打击的股票就更加具有危险性。因此，如果一些股票会和固定收益的投资工具保持同步变动，那么这些股票将不会有助于降低一个债券组合的风险。由于固定收益证券在许多机构投资者的投资组合中占有很高的比重，故而这个系统风险要素对市场中的一些大型的机构投资者来说，有着异常重要的意义。显然，能够把风险置于最广阔和最意味深长的角度来加以思考的投资者，将会对那些受利率变动影响至深的特定股票及其变动趋势保持相当的敏感。

通货膨胀率的变动同样会对普通股的收益率造成系统性的影响。这至少有两方面的原因，其一，通货膨胀率的上升将会导致利率的上升，然后造成股价的下跌，这十分类似于我们刚才所讨论的情况。其二，通货膨胀的加剧会使一些特定企业的利润缩水，例如，在公用事业类企业中就经常发现，利率的上涨要滞后于成本的增加。而另一方面，通货膨胀将会有利于那些从事原材料生产的企业。这再一次说明了，在股票收益和经济变量之间存在着重要的系统性关系，而单靠 β 是不能对其进行充分把握的。

对几个能给证券收益造成影响的系统风险变量进行统计检验，可以得出稍许让人满意的结果。在检验中除了传统的β外，还增加了一些系统风险变量，如国民收入、利率、通货膨胀率的变动程度等，其结果为不同证券之间收益的变动提供了比CAPM更好的解释。当然，支持这种多风险要素证券定价模型的证据还处在积累初期，同时，APT风险测量因为面临和CAPM一样的问题，也正在受到困扰。现在还不能确定，这些新的理论是否能够承受更为严峻的考验。

当然，如果只是想单纯地挑选一种与预期收益最为接近的风险测量方法，那么传统的β将不会是大多数分析师的首选。在我与约翰·克拉格(John Cragg)的研究中发现，最佳的风险代表产生于证券分析师们对单个股票预测的分歧之中。那些未来股息收益的增长性得到广泛认同的公司看起来要比备受冷落的公司具有更低的风险(但同时，预期收益也较低)。可以说，这个结果与现代资产定价理论之间是相抵触的，它暗示着单个股票的不确定性与其定价无关。然而，分析师对未来预测之间的分歧也许反倒能成为某种系统风险的特别有效的代表。

虽然我们对风险的市场定价还有许多可研究的地方，但我相信，仅仅用β(CAPM的风险测量方法)是不可能充分地把握住风险的，这个结论是不言自明的。有不少系统性的风险因素会影响证券的定价。此外，我们在下一章中将会说明，许多迹象表明，证券收益还与其规模(较小的企业往往有较高的收益率)、市盈率的倍数(低市盈率的机构能产生较高的收益)以及市净率(市价相对于

账面价值较便宜的股票，可以获得较高的总收益）有关。这三个因素能够成为系统风险有效的代表。然而，各种风险是否能够确切地在定价过程中起作用，这仍是一个尚无定论的问题。

我和克拉格的结论可以被解释为：对于单个股票而言，不确定性确确实实在定价过程中起到了一定的作用。这一点不难解释，因为存在高昂的交易成本和信息费用，所以大多数个人投资者持有的投资组合不可能实现理论上的分散化。有些个人投资者拥有在纽约证券交易所上市的所有股票的很大一部分，更有甚者，还囊括了其他证交所上市股票的更大的比例。因此，这些股票的持有者将会对个别股票的变动产生举足轻重的影响力。当一些上市公司不得不向金融委员会报告其业绩滑坡的噩耗时，就算是那些实现充分多样化的机构投资者也可能要为个别股票的走势捏把汗。当然，还有来自另一方面的强有力的声音。单个证券的不确定性在定价过程中提供了许多能对定价过程产生影响的因素，而其中的任何一个都会为投资者创造更为广泛地实行多样化投资的套利机会。令人难以置信的是，这些套利机会最终将无法得到利用。这就回到了我们最初的主题上，最终，“真实价值将浮出水面”。

小结

第八章和第九章已经成为了对现代资本市场理论的一场学术上的演习。看起来，在股票市场中的确存在一

个能对新的信息迅速加以调整的有效机制。不论是针对股票价格变动的历史记录进行的技术分析，还是针对单个企业和经济形势发展远景进行的基本面分析，都能产生一致的结果。要想得到更高的长期投资收益，似乎只有一条道路可循，那就是接受更高的风险。

不幸的是，根本就不存在完美的风险测量方法。β——这个产生于资本资产定价模型的风险测量工具——在表面上看来是相当不错的，简单而又易于理解。但遗憾的是，β有其自身的缺陷。在20世纪最后三分之一的时间里，β与收益率之间的真实关系与该理论所预言的并不相符。此外，β在各个阶段之间的表现很不稳定，而且对其所测量的市场代表过于敏感。

我在这里说明了，没有哪一种单独的测量方法可以去充分地把握影响单个股票或投资组合的系统风险的变动。收益对市场的变动是十分敏感的，它在很大程度上受利率、通货膨胀率、国民收入，以及他国经济因素（比如汇率的变动）的影响。如果要挑选一种单一的风险测量方法，那么传统的β方法将不大可能是人人青睐的首选。尽管我们一直在苦苦寻觅完美的风险测量指标，但那层神秘的面纱却始终没能除去。

令那些急于要发表文章否则就没有前途的助教们释怀的是，在学术界里尚有许多关于风险测量的内容可供讨论，也还有不少实证检验需要去完成。毋庸置疑，在风险分析上还有许多值得改进的地方，风险测量的数量分析离自己的终点似乎还有很长的一段路要走。我个人猜测，未来对风险的测量将会变得更加严密——至少不会

比原来粗糙。无论如何，我们必须保持谨慎，不能轻易把β或者是其他的测量方法作为确定的获知风险、预测未来收益的想当然的途径。你应该了解新投资技术中现代投资技巧的精华——它们将使你受益无穷。但即使是这样，它也永远不可能赋予你一个能够预知并解决我们所有投资难题的精灵。退一步说，就算它可以这么做，我们也会误入歧途，就像资本管理人信托基金的罗伯特·科拜(Robert Kirby)在以下这则引人入胜的故事中所描写的那个矮小的老妇人一样：

当小精灵出现时，她正在家中那个破败不堪的客厅里，坐在她的摇椅上，小精灵告诉她："我决定赐予你三个愿望。"

老妇人满不在乎地答道："走开，讨厌鬼。我早已遇见了所有我生命中需要的智者了。"

小精灵说："瞧！我可不是在和你开玩笑。这是真的，不妨让我试试吧！"

她耸了耸肩，说："好吧，那就请你把我的摇椅变成纯金的吧！"

一阵清烟过后，小精灵做到了。她的兴趣一下子高涨起来，"你能把我变得年轻美貌吗？"

又是一阵清烟，小精灵再次让老妇人如愿以偿。最后，她说："好吧，我的第三个愿望是把我的猫变成年轻英俊的王子。"

眨眼间，年轻的王子出现了，他转过头去，对她说道，"现在你是不是后悔早先把我给阉了？"

第十章

对“随机游走”理论的攻击：市场是否真的可以预知

在伦敦，富有远见的人士都不愿在星期二会面，因为那不可预知的未来实在让人望而却步。

——伦敦《金融时报》上的一则广告

1998年8月31日，道·琼斯30家工业企业平均指数暴跌512个点。当天的市值损失超过5%，几乎将道指全年的战果抹杀殆尽，全球金融市场就此步入漫漫熊途。在对这场兵不血刃的“屠戮”的调查中，金融分析家迅速指出：此次下跌较之于1987年10月的崩盘，实在是小巫见大巫。当时，道·琼斯指数在短短一个月的时间里损失了将近三分之一的市值。难道这就是所谓的“有效率”吗？对于多数观察家和损失惨重的投资者来说，这些事件彻底

揭示了有效市场理论的失败。股票市场是否的的确确、精准无疑地反映了在 1998 年 8 月 28 日星期五或 1987 年 10 月初与单个股票和宏观经济相关的所有信息呢？是否在 1998 年 8 月的最后一周里，对美国主要公司经济预测的基本面信息的变化真有如此之大，以至于道·琼斯指数需要下跌 512 个点来调整其市值呢？

对许多观察家而言，这些事件已经使有效市场理论的可信性变得支离破碎。金融媒体对它的评价已经十分明确。就在 1987 年"股灾"后不久，《华尔街日报》公开表态，它们认为有效市场理论是"经济理论史上最为一目了然的谬误。"随后，《商业周刊》又把该理论描绘为一次"彻底的失败"。

一些高等学府的经济学家也得出了同样的结论。劳伦斯·萨默斯(Lawrence Summers)宣称，"有效市场假说中的股票……在 1987 年 10 月 19 日同市场的其他部分一样在劫难逃。"罗伯特·希勒(Robert Shiller)在对股票市场的长期波动进行总结后认为，股票价格看上去要比有效市场理论给出的定价解释有更多"太离谱的不确定性"，所以，必须要仰仗行为科学及大众心理学的知识才能解释股票市场中真实价格的决定过程。

在 20 世纪 80 年代末至 90 年代期间，那些坚信心理因素是股票市场中一个本质特征的仁人志士们开拓出一个新的领域，他们将其称之为行为金融学。正如本书第一部分曾经提及的，股票定价中的逻辑学和心理学的理论可谓由来已久，而且前辈经济学家——例如约翰·梅纳德·凯恩斯(John Maynard Keynes)早就强调过个人

决策不可知的重要性。有效市场理论赖以发展的基础就是市场参与者都具有高度理性这一前提假设。然而，特别是在 20 世纪 90 年代，心理学家如丹尼尔·卡勒曼(Daniel Kahneman)和越来越多的金融学家纷纷指出，许多投资者的决策正在受到行为特征的强烈影响，如过度自信、过激反应、易受风气和流行的引导，甚至是自傲。通常，这些特征可以引导出预测股价的变动模式，精明的投资者可以运用这种模式来实施成功的投资战略，大致就像沃纳·德邦(Werner DeBondt)和理查德·泰勒(Richard Thaler)这些行为学家所提出的那样。行为学家们指责那些有效市场理论的信奉者在盲目接受“股票市场中的投资者总是在进行理性行为”的观点的同时，又对他们所经常观察到的人群(他们的配偶、同事，当然还有他们的上司)所表现出的不理性行为表示出异乎寻常的宽容。

行为学家们的辛勤工作得到了大量统计研究数据的有力支持，这些研究证实了一些可预测的股票定价模式。事实上，在学术界新近流传的“咒语”已经转变为“股票市场至少在局部范围内是可预测的”。新一代金融学家中最具智慧的一个——麻省理工学院的安德鲁·罗(Andrew Lo)在 20 世纪 90 年代后期发表了一篇题为“华尔街上无漫步”的作品。1997 年，詹姆斯·欧肖尼斯(James O'Shaughnessy)——一个有统计偏好的货币经理人，出版了一本名叫《什么支配着华尔街》的畅销书，书中罗列了大量被作者视为已经成功“战胜”市场的投资战略，并且依靠这些策略你就可以在以后的岁月里继续“笑傲江湖”。

这就是本章所要讲述的内容：试图表明市场——就如同上面说明过的——是非有效的，并且不存在任何有利可图的"随机游走"模式。我将回顾所有宣称有效市场理论已经死亡以及意味着市场定价事实上是可被预测的最新研究。我的结论是，此类死刑判决书是名不副实的，股票市场能够被有效预测的范围显然是被夸大了。当完成上述工作后，我将给出以下关于有效市场理论的法则：购买并持有一个投资分布广泛的市场指数基金仍然是惟一的可行之道。虽然市场在短期内并不总是保持着理性，但到了长期，情况就不一样了。作为事实，任何人或任何技术都不能自始至终地对未来作出预测，这使我（也希望你同样）能够感受到随机游走证据那日益临近的响亮步伐。

股价行为的预测模式

回想一下，"弱式有效市场"理论（"随机游走"的观念）告诉我们，通过对以往股票价格变动模式的技术分析来推测将来是徒劳的，因为这种分析所用到的任何信息都已经反映到当前的价格。如果今天的变动方向——上升或下降、前进或后退——确实能够预测明天的走势，那么你更应该在今天采取行动，而不是苦苦守候明天。如果市场参与者都确认某只股票的价格将在下周翻倍，那么五个工作日后价格将肯定不会到达人们期望的这个水平。为什么要等待呢？事实上，除非价格被立即调整，否则在一个有效的市场中，能够获利的套利机会将在瞬间

产生并且被提前加以利用。从事套利的人(或者现在广为华尔街接受的称呼"arb")只需简单地今天买入并且在下周卖出,便能获取大量的利润。如果信息可以无阻碍地自由流动,那么投机市场中"明天价格"的变动只会受到"明天新闻"的影响,而与今天的价格变动保持独立。既然此处定义的"新闻"是不可预知的,所以,这导致了价格的变化也一定是不可预知的和随机的。

一个"随机游走"过程表现为一系列的价格,这些价格序列都表现为对先前价格的随机偏离。更为正式地说,随机游走模型提出,投资收益是连续独立的,并且在时间上呈正态分布。本书第六章中已经指出过,早期对随机游走假说的经验研究发现,股票价格在时点之间的变化实质上是相互独立的(或互无相关性的)。虽然,其中的一些研究显示,在连续的价格变动中还是存在一些细微的相关关系,但研究者发现如此微小的相关性并不足以推出有效的投资策略。

然而,更多最新的研究指出,随机游走模型并不严格成立。下面将要介绍,研究中发现了一些与随机游走模型不符的稳定相关关系。不过,也没有证据绝对否定弱式有效市场理论,因为弱式有效市场假说仅仅是表明,那些未加利用的套利机会在任何有效市场中都不应永远存在下去。

1. 有时,股票的确会在"单行道"上前进

不少在20世纪80年代完成的研究与纯粹的随机游走模型之间存在着不一致。它们表明,在股票市场中存

在一定程度的惯性，这使得短期内价格的变动有可能趋向于恒定。例如，研究者安德鲁·劳(Andrew lo)和A.克莱格·麦金利(A. Craig MacKinlay)通过对80年代中期之前20年的研究发现，覆盖面较广的投资组合的收益率在周和月的持有期上是呈序列正相关的。换句话说，如果你在某一周获得一个正的收益，那么你很有可能在下一周继续赚钱。

一个在1998年8月28日星期五让投资者感到有趣的信息恐怕到了8月31日下周一市场反转时就变得让人兴味索然了。此外，对随机游走模型的否定在很大程度上应归于投资组合中的小市值股票，原因就在于它们的换手率要低于那些大盘股。在一定程度上，序列相关性产生的原因是新信息首先影响大盘股，随后才反映到小盘股。那么，随着小市值股票最终得到交易，一个对整体市场都利好的消息会由于稍后在小盘股的价格中得到反映而使整个投资组合产生出一系列正向的变动。不管怎样，研究结果都没有刻意地去暗示，在股票价格的形成过程中存在着非有效性。支付佣金的投资者能否利用所发现的那微不足道的相关性来制定交易策略，现在还不得面知。接下去我们就会看到，在股票市场，一些可预测的模式和真正的非有效性之间还是存在巨大差异的，只有后者才能够在支付交易成本之后产生超额利润。

2. *不过，股价最终一定会转向，价值将回归*

购买在过去三年内表现不佳的股票，也许会在未来三年给你带来超过平均水平的收益，这个结论是由尤

金·法玛(Eugene Fama)和肯尼斯·佛朗奇(Kenneth French)得出的,詹姆士·波特巴(James Poterba)和劳伦斯·萨默斯(Lawrence Summers)以及沃纳·德·邦特(Werner De Bondt)、理査德·泰勒(Richard Thaler)也都给出了相同的结果。用研究的行话来说,他们的结论可以这样表述,虽然股票收益在短期(short horizon)内可能存在正相关关系,如一周或一月,但对于较长的时期(longer horizon)来说,股票收益则显示出负的序列相关性,比如在两年或更长的时间内。理査德·匡特(Richard Quandt)、苏珊娜·弗拉克(Zsuzsanna Fluck)和我都确信这个结论直到20世纪90年代都会保持其正确性。因此,一个背道而驰的投资战略——买入目前表现较差的股票——将可能成为一个比买入当前产生出众回报的股票更为明智的选择。一个对投资者意味深刻的忠告是:市场有着过度反应的倾向。这十分类似于行为学家的观点。因而,对市场中流行的股票敬而远之,并且集中精力于那些尚不合投资者口味的品种将不啻为一个聪明的做法。

在所有已经被发现或提出的异常情况中,它是最能使我为之动心的,这不仅在于它是最为可信的一个,而且也因为它是潜在的对投资者最为有利的一个。可以肯定的是,本书第一部分所给出的证据清楚地显示,追逐潮流和时尚的心理确实在股票定价中扮演着一个举足轻重的角色。时而,大盘"蓝筹股"会风行一时,时而,网络股和生物科技股能激发投资者的想象力。不论市场流行什么,疯狂的热情都能够把股价推升至极端,并且使那些在

最高价进场的投资者蒙受巨额的损失。如果投资者不在毫无根据的“泡沫”顶端买入股票，那么重大的投资失误就是可以避免的。类似地，如果那些曾经大红大紫的股票转而变成日暮途穷的投资品种时，这些在近来为投资者避之不及的股票——投资世界里的丑小鸭——将最终从它们的阴云中走出来，成为展翅高飞的白天鹅。特别是当投资者把这种别出心裁的投资手段与基础分析方法结合起来的时候，将会从这种策略中获得意想不到的收获。

对这种股票收益率上的反复波动的心理学解释清楚地表明了“空中楼阁”缔造者在投资决策人群中的统治地位。如果股票价格总是受到时起时落的市场潮流的影响，那么证券收益率的波动就是可以被预见的。因此，许多调查研究人员得出结论，关乎收益率中波动的证据与有效市场假说是不相符的。我们这么说吧——它也许是对的，但也有可能是错的。到目前为止，来自逻辑和统计两方面的理由仍然站在有效市场理论这一边。

不同时期之间收益率的波动通常是立足于坚实的经济基础，而非情绪的反复。利率的易变性构成了对股票价格变动的主要经济影响。因为债券——作为利率走向最前沿的反映者——与股票一起在争夺着投资者口袋中的美元，每个人都应该合理地预见到利率和股票价格之间系统性的负相关关系。具体而言，当市场利率上升时，为了在未来向投资者提供一个较高的预期股票收益率，股票价格就应该下跌，其他资产亦是如此。只有这种情况发生时，股票才具有同高回报债券的竞争力。同样，当

市场利率下降时，股票价格就应该上升，因为它们只需要提供较低的收益就能和低收益的债券竞争了。

容易看出，利率的波动是如何使股票收益产生反复波动的。我们不妨来假设利率上升的情况。在利率上升期间，债券和股票的价格都会下跌，并将产生较低的收益，甚至经常是负的收益。假设现在利率回落到它们原来的水平，这将使股票和债券的价格上涨，从而为投资者带来很高的收益。在利率波动的整个循环中，我们不难看到，紧跟在相对较高的股票收益后面的常常是相对较低的股票收益——换句话说，就是那些被研究人员所发现的收益波动现象。这里的要点就是，这种波动的收益不能归因于随着时间衰退的流行风气，相反，它们总是能够从市场参与者对利率波动的合乎逻辑而又有效的反应中找到原因。

显然，在任何一个给定的时期内都存在大量的除利率之外对股价产生影响的其他因素，因此，我们不能奢望能够发现利率变动与股票价格波动之间完美的联系。但不管怎么说，利率对股价影响的趋势总能对过去发现的部分波动现象给出说明，并且这种关系同效率市场理论之间保持着完美的一致。

从统计角度来看，仍然存在着可以用来质疑收益波动现象的“强而有力”的理由。由于 1940 年以来收益的相关性要远低于 1940 年以前，所以简单地运用反向投资战略并不能成为成功的保证。尽管流行趋势部分地解释了一些收益波动的现象（当一些特定种类的股票大受欢迎或不受欢迎时），但它不会出现在所有的时间里。

最后，投资者似乎不太可能通过单个股票表现出的具有波动收益模式的趋势来获利。虽然这种反复波动的行为在统计上是显著的，但它们也许只是显示了相对于平均水平的震荡，而并非是可预计的能够获得超额收益的机遇。苏珊娜·弗拉克、理查德·匡特和我模拟了一个投资战略，即买入那些在最近两三年表现相对不佳的股票。我们发现，在整个20世纪80和90年代中，那些股票的收益都表现出了显著的改善，但它们也只是得到了股票市场的平均收益。尽管存在着许多在统计上获得支持的反向操作模式，但你不能利用其中任何一个来赚钱。并且，即使眼前的"输家"的确能在随后产生超常的收益，但这并不意味着股价会系统地全面超越它们合理的水平。那些刚刚经历过令人不快的业务困境从而带动价格急剧下跌的股票对投资者来说具有很高的不确定性和易变性以及更大的风险。因为投资者需要更大的收益来承担更高的风险，这些股票未来收益相对较为丰厚的结论与市场的有效功能在本质上是一致的。由于在股票价格急剧单向变动后找到显著逆转的努力遭到了失败，从而加深了人们对于"不存在股票价格系统性过度反应的证据"的质疑。

那么，投资者该怎么做呢？细心的读者会发现，我自始至终都认为股票市场基本上是有逻辑可循的。当然，我也发现市场常常会被流行的风潮和时尚所左右。类似地，悲观主义也经常会过了头。因此，那些运用基本分析理论的"价值型"投资者往往会觉察出，近来表现不尽如人意的股票很可能会在未来产生慷慨的回报。严谨的统

计研究同样支持这种趋势，至少在一定范围内，投资者通过把反向投资战略与稳健的操作手法结合起来，可以获得令人颇感欣慰的结果。但是请你记住，统计上的关系是相当松散的，一些不受欢迎的股票也许真的有其遭受冷遇的原因，并且毫无疑问它们的风险也的确要更大一些。毋庸置疑，一些刚刚遭受“雪崩式”下跌的股票可能还会继续探寻自己的底部。这种关系是如此地松散和不确定，以至于人们要趁早打消通过简单的“逆向操作”来确保预期成功的念头。

3. *股票变动的季节性，尤其是年初和周末*

对目前一些股票预测模式的研究表明，在华尔街上的漫步也许不是完全随机的。首先，我们来考虑一下“一月效应”，它认为股票收益在一月份的最初几天会显得异常地高。这个效应对小型企业特别适用。即使在对风险进行调整后，小型企业仍然通过在每年最初的几天中产生巨大的超额收益为投资者提供异常丰厚的利润。这一效应在几个国外股票市场中也得到了验证。“一月效应”带动了一本著作的横空出世，它有着一个极富煽动性的名字——《不可思议的一月效应》。投资者，特别是那些整天想着赚取大额佣金的股票经纪人，普遍认为据此“反常现象”设计出的投资策略将是十分可靠的。

“一月效应”的产生可能是由于税收效应发挥了作用。一些投资者可能喜欢在年底出售证券，以此造成短期资本性损失从而减少个人所得税的缴纳。如果这种强烈的抛压在年末之前迫使股票价格下跌，那么在一月的

第一个交易周里，股价出现报复性反弹并创造出超常收益的现象也就不足为奇了。虽然这个效应适用于所有的股票，但对小型企业的作用似乎更大，因为小型公司具有更大的易变性，而且很少被免税的机构投资者和养老基金纳入各自的投资组合。也许有人会猜想，交易者可以从这一时期的所有超常收益中获得好处。但不幸的是，小型公司股票的交易成本要比大型公司的交易成本高得多(因为存在更大做市商报价差)，因而，需要支付佣金的普通投资者似乎没有可以从这种不规则变动中获利的可能。

还有一种被称之为周末效应——周五交易日与周一交易日之间存在的平均负收益。换言之，"华尔街上的蓝色周一"的说法是很有道理的。你应该在周一接近收盘时买入股票，而不是在周五的下午或周一的上午，因为后者的价格更高些。

这些异常现象的主要问题在于它们很难被利用，因为获利空间与交易成本相比可以说是微不足道，并且总是一经发现就迅速失灵。当然，在整个 20 世纪 90 年代，"一月效应"并没有得到大量证据的支持。因此，我并不打算承认弱式市场有效性的重要反例已经出现。

某些"基础性"因素与未来股价之间的预测关系

持次强有效市场观点的学者和金融分析家们相信，股票价格总是反映了一个公司的全部公开信息。他们怀

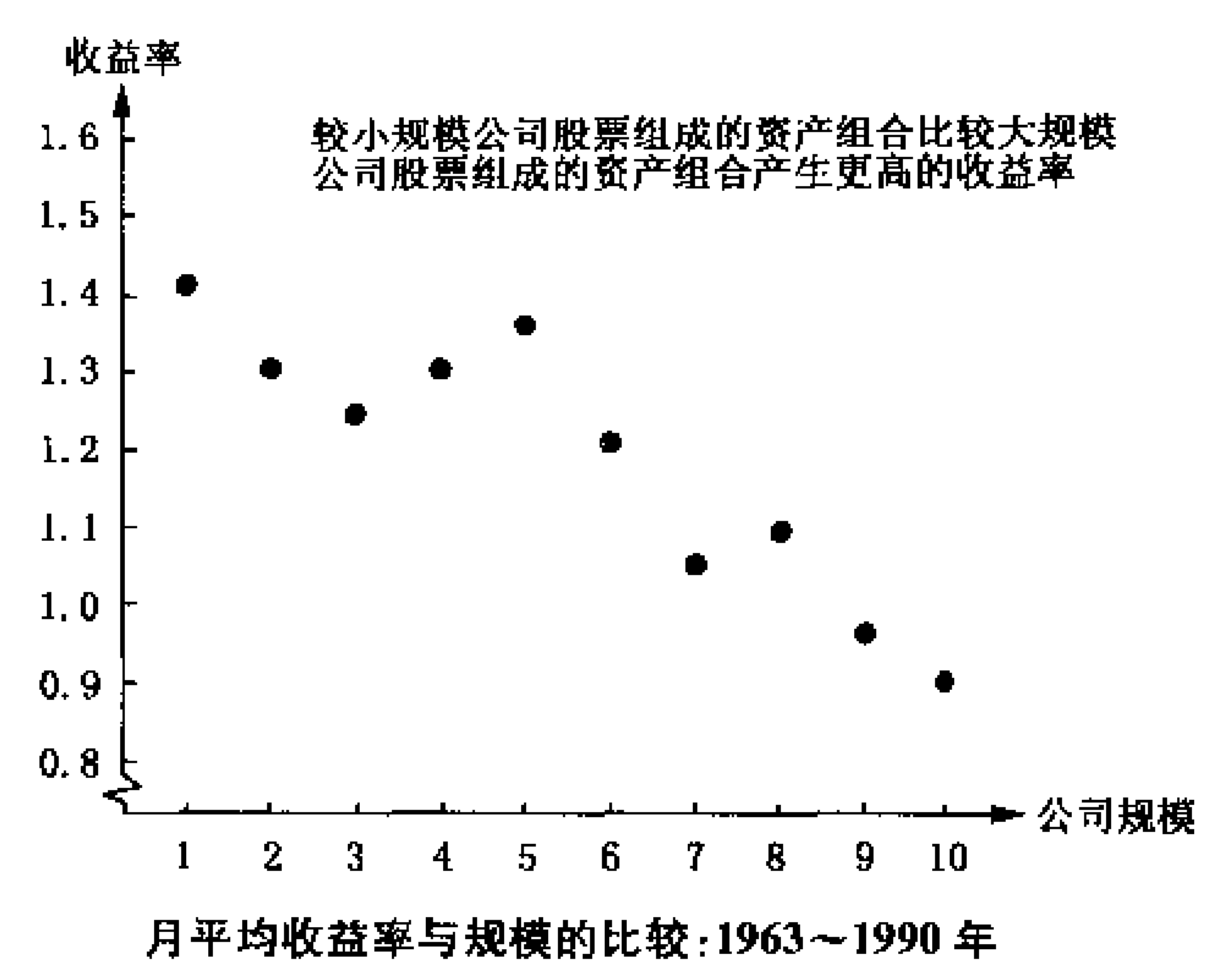
疑，透过公司盈利和分红数据的"基础性"分析来挖掘被市场"低估"的股票的方法是否真的有效。20 世纪 80 年代和 90 年代，被给予巨大关注的反常现象通过一些证券分析的技术实现了量化。投资者应努力寻找具备如下条件的证券：(1)公司规模相对较小，(2)市盈率倍数较低，(3)相对于资产价值而言价格较低，(4)与市价相比拥有较高的分红。那么，是否有新的科学证据来说明华尔街的证券分析家们总是正确的呢？

1. *小即是好*

法玛和佛朗奇在罗尔夫・本兹(Rolf Banz)及其他人研究的基础上，证明了公司特征与其随后的收益之间存在的显著相关关系。事实上，最为强烈的一个效应被称为"规模效应"：从长期来看，小市值股票的表现往往优于大盘股。关于这个效应的证据已经出现在第八章中，我们可以看到，自 1926 年以来，小盘股产生的收益率总是要高于大盘股 2 个百分点。在下图中，我们可以看到法玛和佛朗奇的工作成果，他们把股票按照公司规模分成十类。继而发现第一类——即总市值[①]最小的 10%的股票——产生了最大的收益率，反之，第十类——即总市值最大的一类——产生了最小的收益率。此外，在相同的 β 水平上，小型公司的业绩往往比大型公司更佳。

但是，我们必须记住，首先，小型企业的股票可能比

① 总市值，一个衡量公司规模大小的方法。只需简单地用每股价格乘以已公开发行且出售的股票数量。



月平均收益率与规模的比较:1963～1990 年

资料来源:法玛和佛朗奇,《对预期股票收益的剖析》,载《金融杂志》1992 年 6 月。

大型企业的股票更具风险性,理应给予投资者更高的收益率。因此,即使"小盘股效应"会在未来持续下去,也压根儿不能肯定它是否就会对市场的有效性造成干扰。人们发现,之所以会得出小盘股表现优于大盘股的结论,很大程度上取决于测量风险的方式。我们已经看到,作为在已经发现小公司股票超额收益率的研究中通常使用的风险测量指标 β,很可能是一个拙劣的风险测量方式。因此,我们无法区分这种"反常收益"究竟是来自市场的无效性,还是来自我们在风险测量方式上的缺陷。取自小公司的高额回报也许只是对投资者期望投资收益率落空的风险所作出的必要补偿,这就像从变动性相对较大的长期债券的投资行为中你可以获得比投资于更容易预

测的短期国债更大的收益一样。此外，在研究中发现的小型企业效应可能只是来自于所谓的“存活偏误”，今天给出的公司列表只包括存活下来的小型企业，而没有那些已经破产了的。

最后，小型企业效应的可靠性还是一个值得加以考虑的问题。在整个20世纪90年代，持有较小规模企业的股票只能得到很少的收益。事实上，在90年代后期的大部分时间里，恰恰是大型企业股票表现得异常出色，而小股票的表现则差强人意。显然，购买由小市值股票构成的投资组合，并不是一个能为投资者确保超常高收益的办法。

2. 低市盈率股票表现优于高市盈率股票

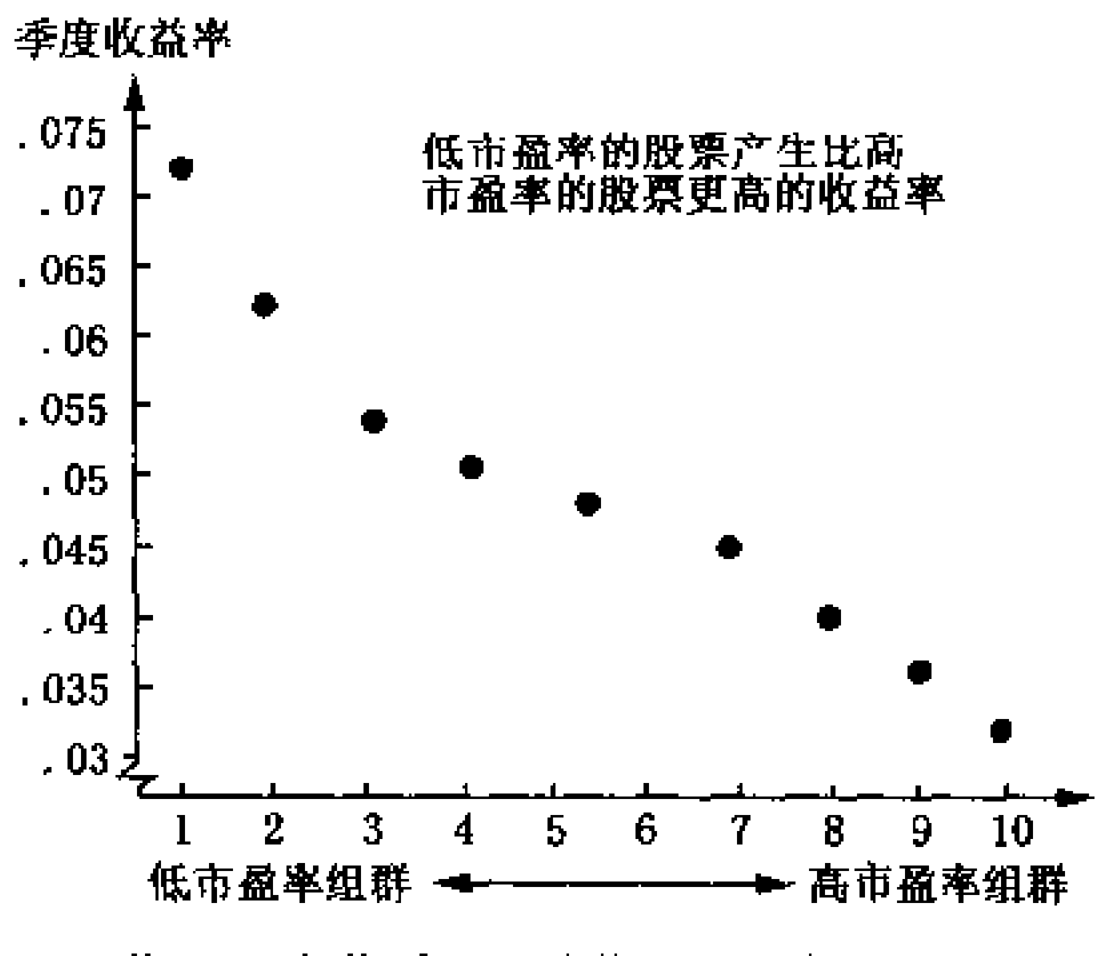
我对于这一点深表赞同。我选择股票的核心原则之一就是挑选那些有着令人信服的增长前景的公司，而且它们尚待市场发掘，因此市盈率倍数也相对较低。我也一再告诫投资者，那些在当前广受投资界青睐的高市盈率的股票可能蕴含着极大的风险，主要是因为赢利的增长很难预见。而这在低市盈率的股票中要容易得多。如果增长真的实现了，那么每股收益和市盈率倍数就都会增加，这会给投资者带来双重的收益。反之，如果买入高市盈率且收益增长不能得到实现的股票，则会给投资者招致两份的晦气，每股收益和市盈率倍数都会下降。

有证据显示，由低市盈率倍数(现金流倍数或销售量倍数也一样)的股票组成的投资组合，即使在经风险调整后，通常仍可以产生高于平均水平的收益率。这个策略

在 20 世纪 70 年代晚期由桑乔伊·巴苏(Sanjoy Basu)进行了检验，在随后的 20 年中，许多研究者也对此进行了进一步的证实。比如，下图中就是从 80 年代以来，在交易所中交易的股票(NYSE、ASE、NASDAQ)按照其市盈率划分成的同样大小的 10 组。组Ⅰ中的股票是市盈率最低的股票，组Ⅱ次之，依此类推。从图中可以看到，随着股票市盈率的增加，收益率在逐步下降。然而，这种"市盈率效应"会随着时间的推进而变化，显然，它并不适用于每一个特定的投资期。即使这种效应能够显示出在一段很长的时期内保持平均水平，也没有人可以确认，这种超额收益究竟是来自于风险的增加，还是来自于市场的异常性。这些证实非正常收益的研究，无不使用了 β 作为测量风险的方法。但是，对那些认为 β 作为一种风险测量方法还远不够完美或有效的人来说，他必须抱着怀疑的态度来对待低市盈率这一"不正常的现象"。

不过，你千万不要忘记，低市盈率常常被证明是"罪有应得"。一般情况下，那些处于财务危机边缘的公司，股票市盈率会非常低。比如 1983 年，在大陆伊利诺银行(Continental Illinois Bank)宣布破产的前夕，市盈率倍数异乎寻常地低。在这个例子中，金融界对盈利公告的毫不信任最终被证明是完全合理的。低市盈率倍数反映的不是银行的价值，而是对其生存能力的深重的忧虑。这说明，银行公告的盈利数字与银行真实创造的盈利数的字之间有着天壤之别。

另一个例证将会告诉你，要实施低市盈率策略将是何等的困难。假设有两家同样的银行，当年每股收益均



20 世纪 80 年代季度平均收益率与市盈率的比较

为 10 美元，其中半数是对金融体系脆弱的欠发达国家(LDC)的应计利息收入。这些国家常常无力支付利息，取而代之的是签发一张新的借据来弥补未付利息的缺口。银行Ⅰ公告了全部的 10 美元作为每股收益；而银行Ⅱ仅公告了其中的 5 美元，而将余下的令人质疑的 5 美元应计利息收入作为储备来防范未来潜在的违约风险。哪家银行的市盈率倍数更高呢？显而易见，应该是更加保守的银行Ⅱ，原因在于它公告了更低的盈利数据。如果两家银行的股价均为 50 美元(除了会计政策的差别外，我们假设两家银行完全一样)，那么保守的银行Ⅱ的市盈率倍数为 10，而银行Ⅰ没有建立任何安全储备，直接把一切收入都计入“盈利”，导致其市盈率倍数仅为 5。从上例中，我们不难发现，在某些情况下，低市盈率的尺度会对真实价值的测量带来偏差。

3. 股价账面价值倍数低的股票往往产生较高的未来收益

另一个可以预测收益的模式是利用股票价格与其账面价值(公司资产在账面上记录的价值)之比同股票收益之间的关系。市账率(市价与账面价值之间的比率)较低的股票往往会在将来产生较高的收益。这个模式在美国和许多海外股票市场上都有所反映。它与本杰明·格雷厄姆(Benjamin Graham)和大卫·多德(David Dodd)早在1934年提出的观点相吻合,随后它又得到了沃伦·巴菲特(Warren Buffett)的积极倡导。标准-普尔公司利用上市企业的市账率编制了"价值型股票"指数。多年以来,"价值股"卓越的表现让备受青睐的"成长型"股票指数无法望其项背。

与前面类似,解释上述现象时,谨言慎行是十分必要的。其实,这一结论并非放之四海而皆准,那些市账率较低的股票也许恰恰是更具风险性的①。而且,一些研究表明,由于没有把那些实际上已经破产的公司包括在内,所以,市账率效应将不可避免地带有"存活偏误"的内在缺陷。如果总体数据中只包括那些"幸存者",那么由此计算出的结果无疑将把因买入后来破产的"价值股"而遭受的损失剔除在外。

---

① 法玛和佛朗奇坚持认为,相对而言,"价值型"的股票可能更具风险。但Rafael LaPorta, Josef Lakonishok, Anderi Shlaifer,和Robert Vishny却给出了一个行为学上的解释:投资者对于成长型的股票太过看重,从而在盈利预测上价值型股票于整体上要更为有利。

还有，账面价值常常无法正确地体现出公司资产的真实价值，认识到这一点也相当重要。一些金融机构可能拥有市场价值远低于账面价值的写字楼。而且，当公司进行合并或重组时，其资产价值经常会被重复计算。在 20 世纪 90 年代后期，合并和重组的浪潮可谓此起彼伏，以至于对公司账面价值的解释变得愈加困难。最后，还有一点是值得注意的，在过去的几十年里，价值型股票优异的表现已经得到了广泛的宣传；而与此不同的是，在整个 90 年代，从历史的眼光看，小盘成长型股票出现了十分合理的定价，比之于那些所谓的“价值股”而言，它们的优势是不言而喻的。显而易见，当成长型股票的风险溢价只比市场总体水平略高时，它们在以后的市场波动中产生超常收益的可能性将是相当大的。就以 1998 年为例，价值型股票的表现要明显逊色于成长型股票。

4. 较高的初始股息和较低的市盈率倍数往往意味着今后会有较高的收益

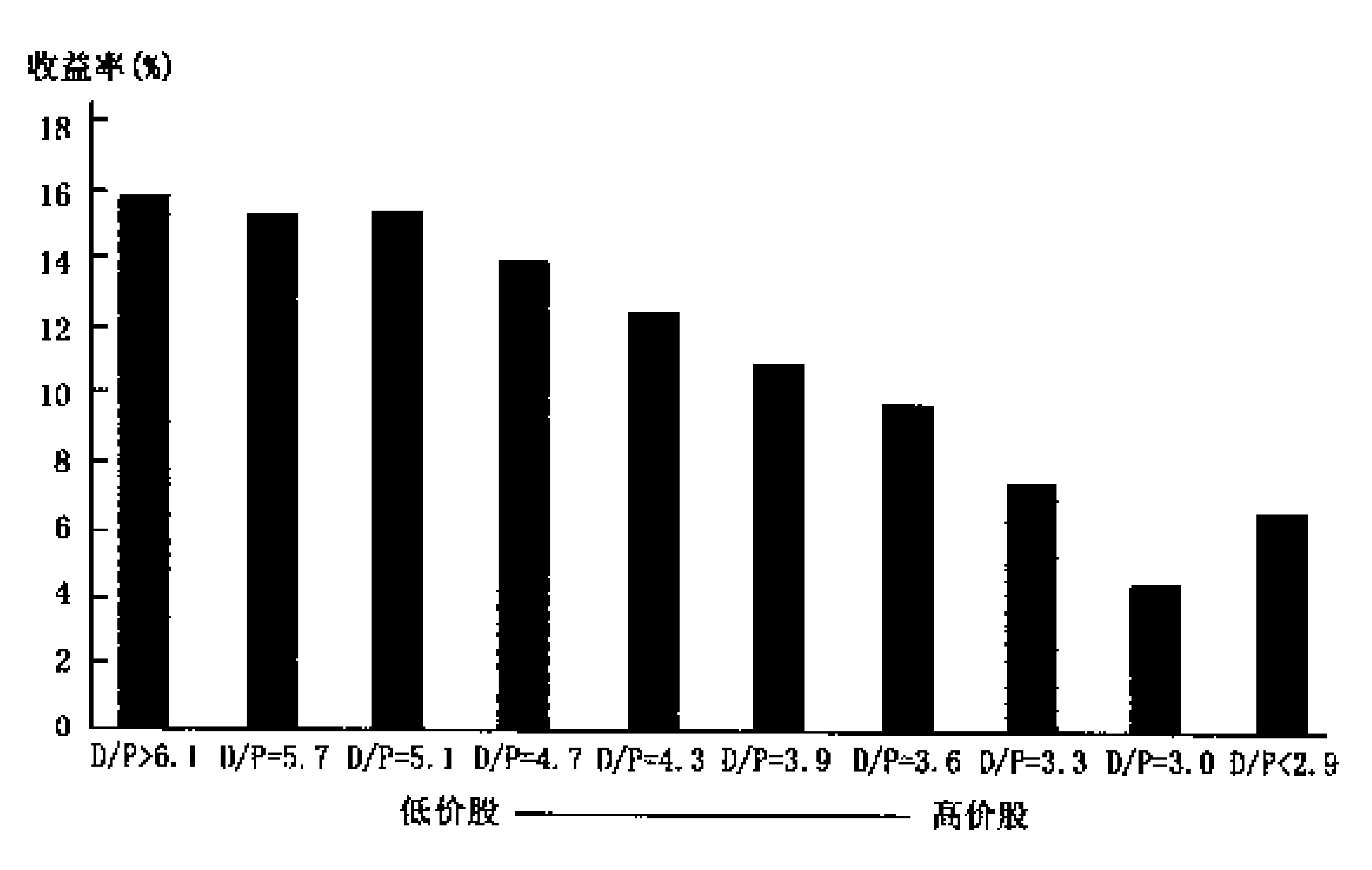
显然，另一种预测关系考察最近几个季度或近几年股票资本利得、初始股息以及市盈率倍数之间的关系。例如，在某个特定的时期内，基于股票初始的股息率(股息/市价)，我们能够预测出该股在二至四年的持有期内 25%的收益率变动性。约翰・坎贝尔(John Campbell)和罗伯特・希勒(Robert Shiller)在关于市盈率倍数的研究中也有类似发现。

下面的两幅图总结了在不同的初始股息率(股息/市价)和市盈率的影响以及在此定价水平上所实现的未来

十年的收益率。这些图显示，初始的股息率和市盈率确实在相当程度上表现出对未来十年收益率的预见性。两幅图表是建立在1926～1998年的时间段上的，而对市盈率和股息率的计算也都是在1988年的各个季度之初，把市场作为一个整体来推算此后10年的收益率。计算出的结果被划分为十个组。例如，在10%的时间里，股息率相当之低（不足2.9%），在这些时期，市场上的股票价格变得高不可攀。下一组显示的则是次低股息水平的情况（3.0%左右），以此类推。图形的底部显示了每一组的平均股息率。同样，展现市盈率的那幅图也把市场从1926年至1988年按每季度初的市盈率水平分成10组。在10%的时间内，股票的定价极其谨慎（股票相当便宜），市盈率水平不足9.9倍，而最右边的一组表示的是股票价格最为昂贵的情况（20.9倍甚至更高）。同样，其底部也标注有每组的平均市盈率倍数。

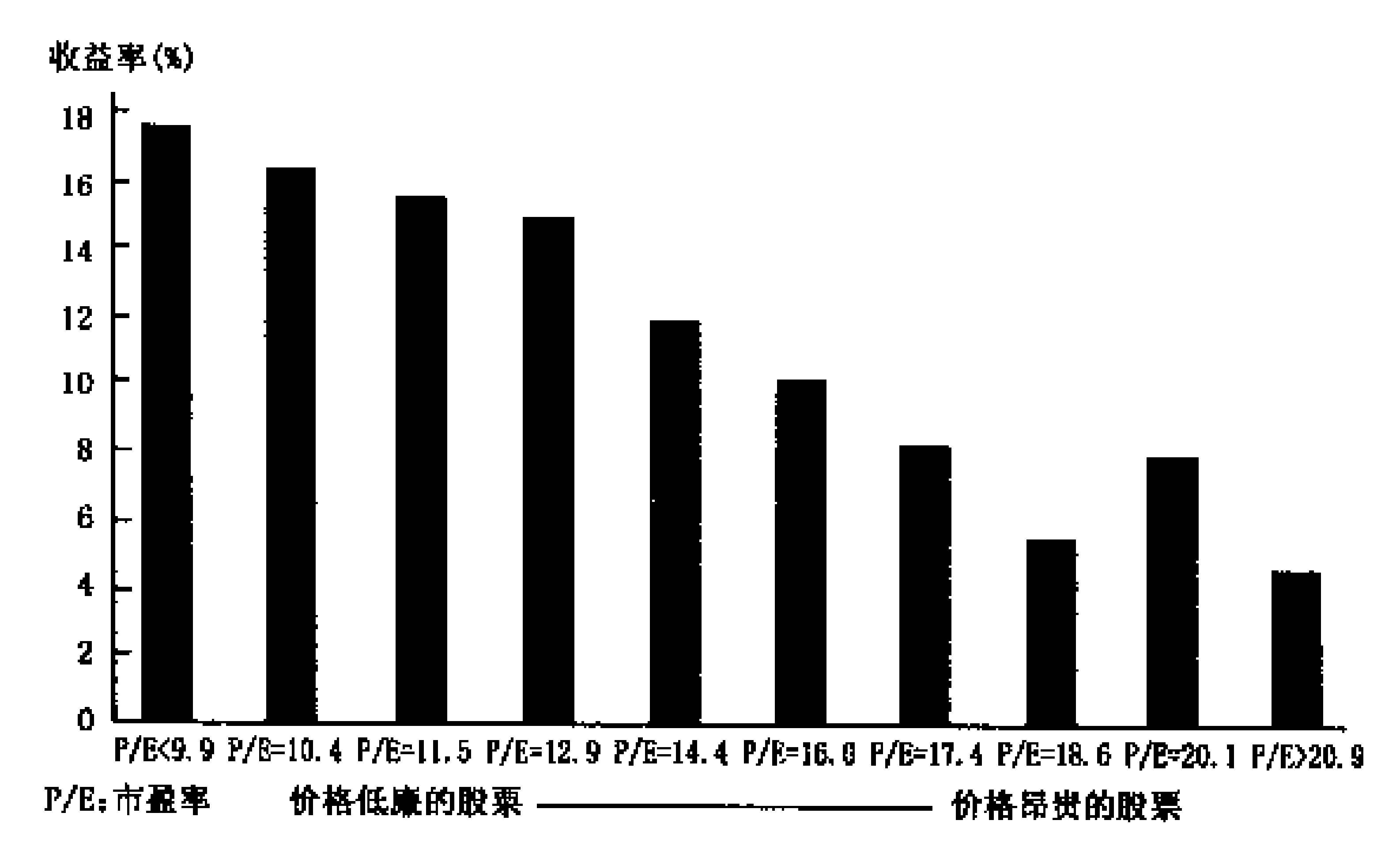
图中的长条显示了在不同的初始定价水平下未来十年的收益率。在股息图中，长条显示的是根据不同的初始股息率所得到的平均收益率，而市盈率图中的长条则表现了在不同初始市盈率倍数情况下的平均收益率。其间的关系很清楚。虽然就平均而言，投资者可以从市场中获得11%的收益，但当你买入低市盈率、高股息率的股票后，便可以轻松得到高于平均水平的股票收益率。反之，高市盈率和低股息率则会导致低于平均水平的股票收益。

看起来这些发现对预测股价似乎很有价值，但有两点有必要说明。首先，这些发现看起来与有效市场的证



在不同初始股息率(D/P)的情况下,股票在未来十年的收益率

资料来源:鲁瑟尔集团(The Leuthold Group)。



在不同市盈率(P/E)的情况下,股票在未来十年的收益率

资料来源:鲁瑟尔集团(The Leuthold Group)。

券定价理论完全一致。例如,在总体市场利率及要求收

益率较高的情况下，股价相对于股息就会显得偏低（即回报较高）。这些结论同样与前文提到过的股价复归（收益率复归）现象是一致的。尽管市场总体利率水平的上升会使股票价格下跌，而这又会使你的投资收益率趋于减少，但是，股价的下跌却能令股息率和远期收益率上升。假设，市场利率波动对股价的累积效应大致为零，则预期收益的变化会引发股价回归平均值。

还有一点就是，债券利率较高时，股息率通常也会较高，并且这种较高的股息率还预示着随后更高的股票投资总收益。这是个符合逻辑的结果，并且它与有效市场理论也完全一致。毫无疑问，在其他条件相同的情况下，股息率越高的股票越有价值。但不幸的是，简单的买人那些有着高股息率股票的策略并不能让你永远战胜市场。这种策略经常有着很好的表现，并且一个产生高股息收入的投资组合往往特别适合于两类人群——低税收等级者和需要高收入来维系生活费用的人。但是，没有证据显示，市场不会针对当前的和预期的股息率进行系统性的、持续性的合理调整。

此外，盲目地依赖这些模式将可能导致投资上的重大失误。20 世纪 90 年代早期，在进入历史上最为壮观的牛市之前，市场中的市盈率很高而股息率相当低。我的一个同事在 1995 年初把他的养老金计划全部转向债券，因为当时的股息率太低了。结果，到了 1998 年中期，如果他还在股票中保留有退休金的话，那么将肯定可以翻倍。现在，对许多公司而言，股息已经变得无足轻重了，它们宁可回购自己的股票以获得资本增值，也不愿意

去支付会带来更高税负的大额股息。

5.“道指之犬”的战略

在20世纪90年代中期，一种相当有趣的策略日益盛行起来，它结合了以上所提及的几种“价值型”的模式，而且它的投资风格类同于反向操作，认为“冷门股”将最终实现逆转。所谓“道指之犬”战略是要求投资者每年购买道·琼斯30家工业平均指数成分股中有着最高股息率的十只股票。它的理论依据是：这十只股票是最不受欢迎的，一般情况下，它们市盈率和市账率都比较低。这一理论是由一个名叫理查德·欧希金斯（Richard O'Higgins）的货币经理人提出的，他在1991年出版的《打败道·琼斯》一书中将此投资技术公之于众。詹姆斯·欧肖尼斯用远至20年代的数据对这一理论进行了检验，结果发现“道指之犬”策略每年能够以2到3个百分点的优势击败指数，更加难能可贵的是，这个策略无需承担任何额外的风险。

在华尔街，证券分析师中的见风使舵者立刻竖起了他们的耳朵，为市场带来了一大批基于此原理的共同基金。截止到90年代中期，有超过200亿美元的资金投资于“道指之犬”基金，而这些基金的发起人则是一些诸如摩根·斯坦利、美林等威名赫赫的机构投资者。然后，就如同预期中的那样，一旦大量的投资者开始执行这个策略，成功就已经一步步远离“道指之犬”了。在整个90年代的后半期，它的表现始终不尽如人意。正如这一策略的开创者理查德·欧希金斯所叹道：“这个策略太流行

了，以致最终断送了前程。”“道指之犬”再也捉不到任何猎物了。

总而言之，尽管对弱式和半强式有效市场假说的偏离的确存在，但是，对随机性的偏离却一般较小，而且在各个时间段也不一致。一个支付交易费用的投资者不可能总是以这些异常现象为基础制定出稳妥的投资策略。而且，越是可靠的关系，例如与利率的一般走势、市盈率以及市净率相关联的东西，越是可能与市场的有效性之间保持完美的一致。虽然随机游走假说没有得到严格的支持，但是业已证明的对随机性的偏离似乎并没有留下明显未加利用的并且是与有效市场假说不相符的投资机会。

最后的胜利者是……

现在，是应该看一看实践中学术派主张与市场分析人士主张之高下了。如果这些预测模式真的有立竿见影的功效，那么显而易见，职业投资经理人所要做的只是简单地运用它们去打败指数基金就可以了。好了，就让我们来仔细瞧瞧那些由职业经理人管理的投资组合所取得“骄人战绩”吧！

职业投资者的表现

本文第二部分曾提及，不少研究都显示，随机挑选的投资组合或“无人管理”的指数可以和职业管理的投资组合做得一样好，甚至是更好。这对于手握高薪的投资专家们来说，恐怕不是一个好消息。所以，为了得到更加

"令人愉快"的结果,这一研究还在继续。在20世纪80年代晚期和90年代,一些研究者在处理了堆积如山的数据后,用自己的发现对原有的研究发起了强有力的挑战。他们认定,至少在缴纳手续费和其他费用之前,共同基金的表现确实要好于市场。因为基金在支付费用后能够与市场做得一样好,所以这些研究认为,基金管理者拥有充足的技巧和(或)私人的信息来抵补他们的费用。然而,即使这个发现是正确的,也不会与稍微宽松的有效性概念产生分歧。据此推测,那些确保信息能够在价格中得到合理反映的职业分析师大军至少可以赚回他们的费用。否则,如果市场价格是暂时性的偏离其合理价值的话,那么市场就不会付钱给任何人来做分析以推动价格实现价值回归。

另一些研究指出,共同基金的收益率是可以被预测的。他们声称,某些共同基金的经理人具有"好手"效应,并且共同基金以往的收益率能够可靠预测其未来的收益。在某一时期表现优异(或拙劣)的基金往往会在以后的时间里有着更好(或更差)的表现,至少在紧随其后的时期里是这样。因此,投资者可以通过买入近来表现优异的基金来得到更高的回报,而这显然是与有效市场假说相抵触的。

自然而然,我怀着极大的兴趣跟踪着这项研究。同时,我也确信,有许多研究由于"存活偏误"的原因而存在先天的缺陷,换句话说,在他们的研究中只包括了那些在很长的一段时间内成功存活下来的基金,而把中途退场的失败者排除在了分析之外。通常所使用的共同基金收

益率的数据库——以晨星(Morningstar)咨询服务公司提供的数据为例——无不清楚地表明,它们只是当前还"活"着的那些基金的历史表现。显而易见,今天的投资者是不会对那些已经消亡的基金感兴趣的。因此,通过那些唾手可得的数据库所计算出的收益率就很可能带有严重的主观偏向。

通常,那些在刀口舔血中失败的共同基金是不会存活下来的。我想,很少有人会愿意购买一只业绩糟糕的共同基金。在一般情况下,基金管理公司(其下拥有大量的基金)会采用把那种基金并入其下属较为成功的基金的方式来实现绩差基金的安乐死,并以此来埋葬基金的斑斑劣迹。这样,便会形成只有成功的基金才能生存下来的趋势,进而对这种基金的收益率进行估算就会明显夸大共同基金管理的成功之处。而且,由于凡是投机失败的基金都将从样本中被剔除出去,所以共同基金的高收益似乎永远会持续下去。对投资者来说,真正的难题是,在任何投资期的初始阶段,你都无法确定究竟哪一只基金会获得成功并最终顽强地生存下来。

在共同基金管理公司的行为中,有一个不为人所知的因素同样说明了"存活偏误"问题的严重性。很多基金管理公司正在开始尝试"孵化器"基金的实践。一个管理公司可能最初会投资于 10 只由不同内部经理人管理的股票基金,然后观察哪一个会获得成功。假设在一年后,其中 3 只的总收益超过了市场的平均水平,那么该公司就会积极地开始在市场上推销那些成功的基金,而抛弃其他 7 只并抹煞它们的记录。只有那些获得成功的基金

才有机会将其自始至终地完整记录书写在共同基金的收益公告中。

为了大致把握这种偏误的严重程度，我从利帕(Lipper)分析服务公司那里(一家公布共同基金收益信息的公司)获取了超过20年的共同基金的数据记录，这些数据来自于所有基金在每年公布的收益率，而不论它们在90年代是否还存在着。下面的表格列出了在1982年到1991年期间对“存活偏误”的一些估计(对为期15年和20年的估计也得到了类似的结论)。

1982～1991年平均年收益“存活偏误”的估算

	(1)所有共同基金在存活期的每一年(已扣除费用)(%)	(2)1982年存在的基金，并在1992年仍存活(已扣除费用)(%)	(3)标准-普尔500指数(%)	(4)所有共同基金在存活期的每一年(未扣除费用)(%)
资本增值基金	16.32	18.08	17.52	17.49
成长性基金	15.81	17.89	17.52	16.81
小盘成长性基金	13.46	14.03	17.52	14.53
成长性收入基金	15.97	16.41	17.52	16.89
股权收入基金	15.66	16.90	17.52	16.53
所有普通股权共同基金	15.69	17.09	17.52	16.70

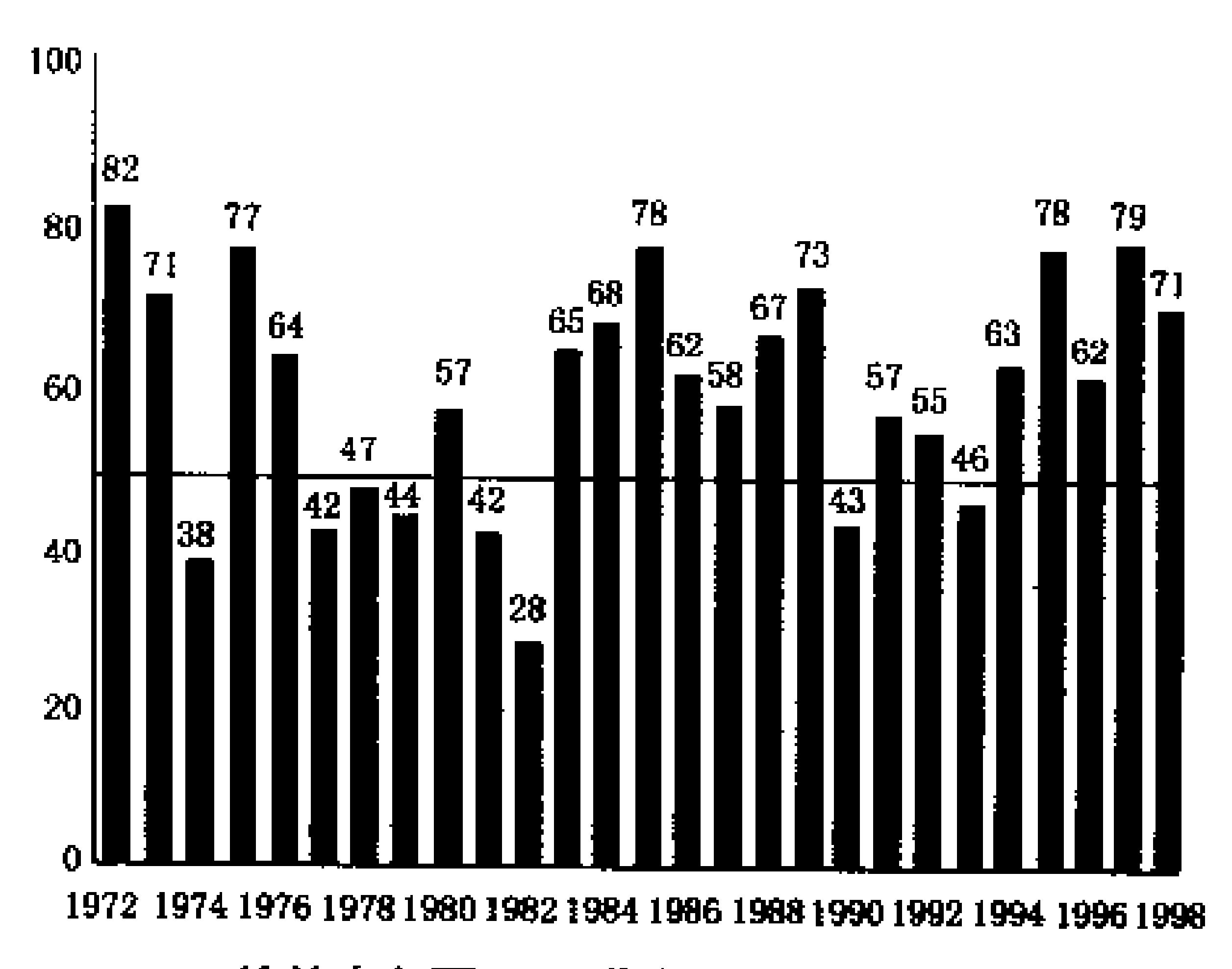
该表第二列给出的是1982年至1991年中一直存在着的所有普通股权共同基金的年平均净收益率。这是任何人都可以从标准数据库中得到的样本数据，只要他去询问1992年1月1日还存在着的至少拥有十年投资记录的所有普通股权共同基金的平均年收益率即可。在表

格的底部，我们可以看到，相对于标准-普尔 500 指数 17.52%的收益率而言，所有普通股权共同基金包括红利和资本利得在内的（按规模进行加权的）年平均总收益率为 17.09%。以上各行给出的是不同种类的基金（按照投资组合经理人宣布的目标来分类）的收益率。数据表明，那些生存下来的基金在除去费用后的表现与广义的股票指数基本吻合。但是，由于股权共同基金的费用平均要超过一个百分点，所以存活下来基金的费前收益率必然要超过标准-普尔 500 指数。

表格中的第一列给出了在此十年期间所有股权共同基金——包括“幸存者”和“遇难者”——在其存在期内每一年的平均净收益率。这些基金（包括那些在此期间已被清盘的）的平均收益率仅为 15.69%，比存活下来的基金和标准-普尔 500 指数分别平均要低去 1.5 个百分点和几乎 2 个百分点。在表格的最后一列，我们把每只基金公布的总支出加入到净收益中去，从而得到了基金在扣除费用前的总投资收益率。对所有存在过的基金来说，即便是其存在期每一年的费前收益率也无法和标准-普尔股票指数相匹敌。当你在阅读那些吹嘘共同基金是如何如何成功的出版物时，你所看到的很可能只是尚存的共同基金的记录。

当所有公开发售的共同基金都被加以考虑后，在 1973 年《漫步华尔街》的第一版里首次提出的命题无疑将会展现出自己那异乎寻常的正确性。从 1973 年到 1998 年的结果全部呈现在下面的一张图中，它展示的是全部公开发售的普通股权共同基金与韦尔夏5000指数在

收益率上的比较。在大多数的年份里，超过半数的股权基金的表现要逊色于指数，这与使用标准-普尔500指数得到的结果有着惊人的相似性。从本书第一版至今的二十六年半的时间里，大约有三分之二的基金被证明输给了大盘。对养老基金的职业经理人而言，这一结论的正确性仍然不容置疑。大多数共同基金属下的股权投资组合以及养老基金的经理人只需向有效市场理论投上一记赞成票就可以大幅提高他们的经营业绩，而用不着费尽心机地去猜测市场的走势。事实上，如果标准-普尔指数和韦尔夏指数是运动员的话，我们很可能会对他们进行类固醇检测，以判别其是否服用了兴奋剂。



输给韦尔夏5000指数的普通股权基金

资料来源：晨星公司和先锋集团。

但是，你一定在想：是否存在这样的一些基金经理人，他们的表现会一直优于其他人？是否可以通过基金

以往的表现来预测它们在未来的走势？在20世纪80年代和90年代，是否真的存在所谓的“好手”现象，它曾经激发起成千上万的广告竞争，并使大批共同基金的经理人成为脍炙人口的传奇人物。然而，现实总是离人们的美好愿望那么的遥远。已有的证据表明，在70年代，共同基金的表现有着令人惊叹的持续性。业绩出众的基金往往能够将光辉的形象保持下去，至少在短期内是不成问题的。但不幸的是，这种持续性的关系没能在80年代和90年代得到再现。也就是说，投资者不可能通过购买当前业绩超过平均水平的基金来获得丰厚的报偿。事实上，一系列类似的战略——包括购买业绩最优的基金或者是购买被众多金融出版物吹捧的基金——都在80年代、90年代惨败给了市场指数。

为什么我们不能简单地挑出一只有着长期突出表现的共同基金，并坚信它可以继续书写辉煌的历史呢？一个说得过去的理由在于，成功的基金的规模会不断增大，与此同时，续写神话的难度也会与日俱增。随着基金规模的增大，现实中可供其购买的证券品种的范围反倒变小了。例如，我们假设一只基金有100亿美元的资产，并且等额地持有50只股票以保持足够的分散性。这样，每只证券总共需要占用2亿美元的资金，而这又会进一步转化为对一家总市值在40亿美元左右的上市公司的投资需求，因为按法规必须将持仓量控制在个股总市值的5%以下。但是，现在我们假设基金的规模扩大到500亿美元，在这样的情况下，基金若想达到同样的效果将只能购买那些总市值在200亿美元左右的公司，选择范围无

疑是大大缩小了。

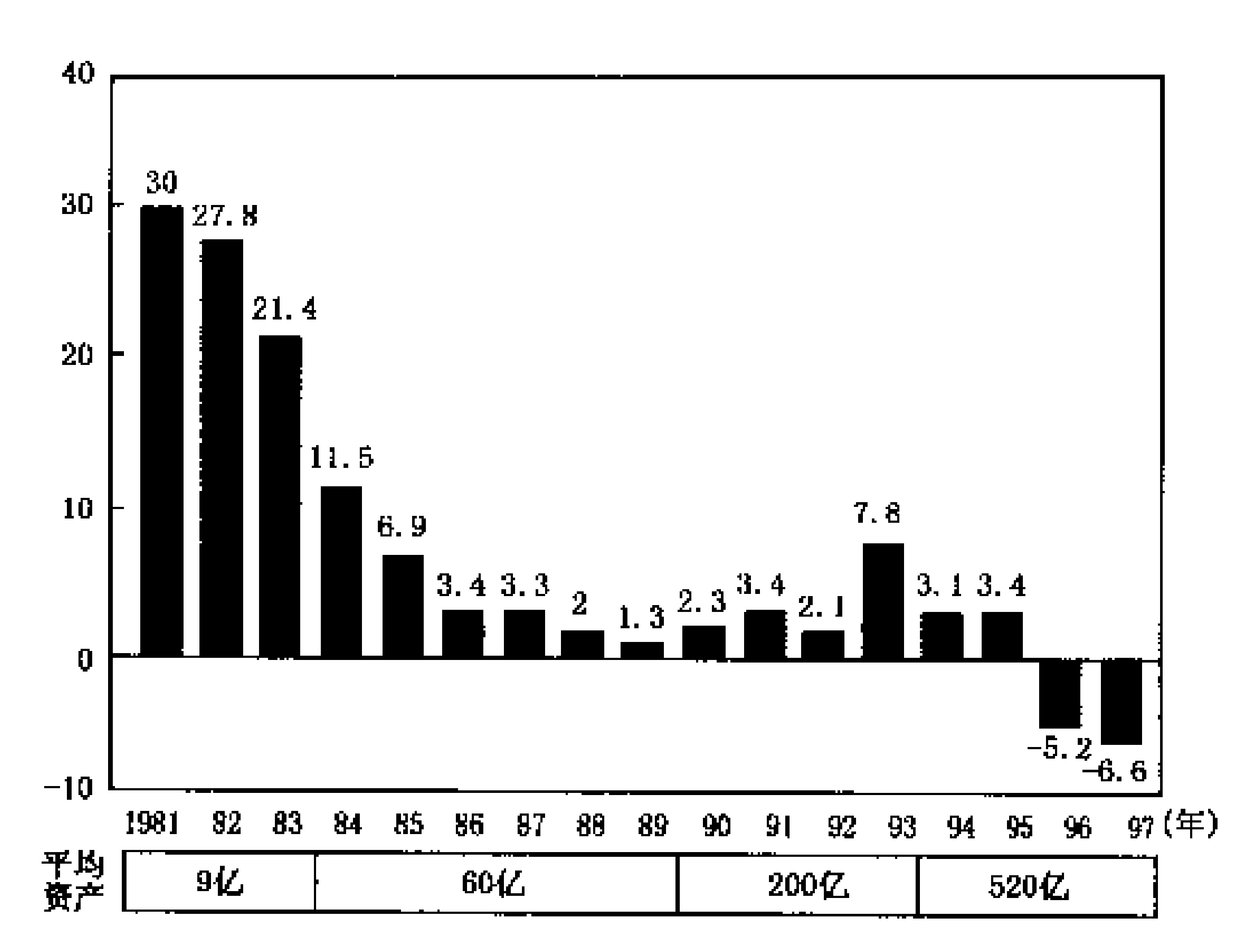
先锋(Vanguard)集团的老董事长约翰·伯格尔(John Bogle)曾经作过估计,一家持有 50 种股票、资产规模为 10 亿美元的共同基金可以在1 850家公司中选择投资,前提是基金将其持有量控制在每家上市公司总市值的 5%以下。但如果基金资产规模达到 200 亿美元,则只剩下 182 家公司可供挑选了。换句话说,当基金规模从 10 亿美元增长到 200 亿美元时,适于购买的证券数量将下降 90%。

此外,还有另一个原因能够解释基金规模对其业绩的影响,那就是交易成本会随着规模的扩大而上升。虽然大机构能够以每股几美分的佣金成本来从事交易,但是大宗证券的买卖却很容易驱使价格发生波动。基金在购进大宗头寸时必须要支付一个高于当前市价的溢价,同样,它在出清手中的头寸时也必须接受一个低于市价的折扣。由于基金管理公司旗下的其他基金(或账户)也可能会购进类似的股票头寸,因而这一影响将会比基金独立时来得更大。虽然有关交易成本的可靠研究还不存在,但许多从业人员却认为它的潜在影响是相当巨大的。根据“神经丛”(Plexus)小组的一项研究,投资经理人一般的交易费用通常要占到交易总额的 0.8%。在 50%的周转率下(这里的周转包括买入和卖出),交易费用高达 80 个基点,而且交易费用还不包括在一般共同基金所收取的 140 个基点的管理费用之内。通常,大基金的交易费用要比小基金高得多。

两个最为成功的共同基金的历史将向我们展示,超

常的业绩是如何随着基金规模的扩大而消失的。下图显示了麦哲伦(Magellan)基金的业绩变迁,它是目前规模最大的股权投资基金,而且素来有着令人瞠目结舌的长期表现。在基金运行的初期,其规模不足10亿美元,业绩可谓光彩夺目。在70年代末和80年代初,它曾经连续3年以20至30个百分点的优势将大盘远远甩在身后。然而,在80年代余下的时间里,及至90年代,尽管它的表现仍旧给人留下了深刻的印象,但比起早期已然是不可同日而语了。从图中可以看到,在1994年至1996年的3年间,其业绩已经大大落后于标准-普尔500指数了。到了1997年末,麦哲伦基金扣除费用后的收益率竟然输给先锋指数信托(标准-普尔500)投资组合不下650个基点(即6.5个百分点)。同时,由于麦哲伦基金还向投资者征收不菲的手续费或申购费,所以它意味着投资者实际获取的净收益将会更低。

下面的图显示了美洲投资公司非常类似的表现。该公司是1997年资产规模排名第三的共同基金(先锋指数信托500股票投资组合是规模第二的股权共同基金)。当基金的规模还比较小的时候,其为期十年的表现稳居标准-普尔500指数之上。然而,随着基金规模在80年代后期和90年代高速增长,公司的收益率日渐恶化。就资金管理而言,大并不意味着更好。

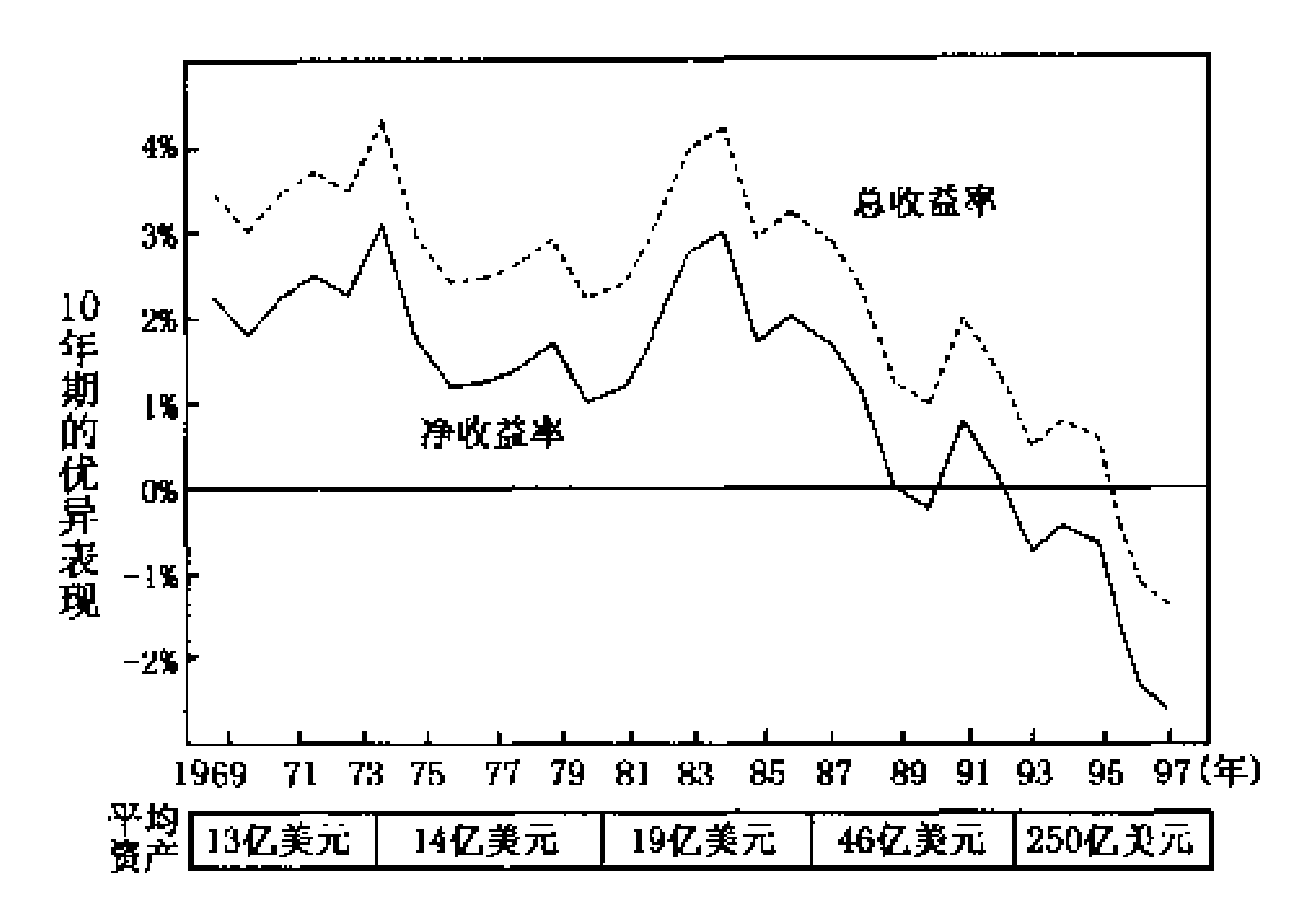


麦哲伦基金与标准-普尔500指数三年期累积收益率的比较(按年计算)①

资料来源:引自约翰·C.伯格尔,"'不争第一……也不甘人后':关于指数化,记住六件事,忘记一件事,"在1996年投资管理研究联合会(AIMA)年会上的讲话,亚特兰大,1996年5月8日。

总而言之,对共同基金收益率的分析并没有给出任何理由足以使我们放弃证券市场显著有效的信念。大多数投资者完全可以通过购买低费用的指数基金——简单地购买并持有股指的成分股——来使自己的状况变得更好,而不必挖空心思去挑选一位富有活力的经理人,仅仅是因为他长着一只若有若无的"红手"。由于积极的管理通常无法为投资者带来诱人的超额收益,更有甚者,还会因为周期性地实现资本利得而产生颇为沉重的税收负担,所以,被动管理的优势由此进一步得到加强。

① 竖条表示基金收益率战胜(或输给)标准-普尔500指数的百分点。



美洲投资公司十年期的累积表现优于
(或劣于)标准-普尔500指数的收益率

资料来源:引自约翰·C.伯格尔,"'不争第一……也不甘人后':关于指数化,记住六件事,忘记一件事,"在1996年投资管理研究联合会(AIMA)年会上的讲话,亚特兰大,1996年5月8日。

结论性的观点

我曾经再三强调,市场定价是基于逻辑和心理两方面的考虑。定价理论依赖于对长期股息流的预测,而其增长率的估计则异常艰难。因此,内在价值永远不会是一个确定的数值,相反,它是一个由可能值构成的"模糊带",无论何时,只要存在着日益增加的不确定性和混乱性,股价就会在这个"宽带"内剧烈地波动。此外,普通股合理的风险溢酬也是变化不定的,而且无论对普通投资者还是经济学家来说,它都不是一个显而易见的东西。

投资者的希望、恐惧和偏好都能在定价过程中发挥一定的作用。事实上，我在先前的一些章节中已经努力刻画过，历史是如何向我们展现当心理因素统治定价过程时那一幅幅动人的市场画面的，就像17世纪荷兰的郁金香狂热以及日本产生于80年代后期破灭于90年代股市泡沫。因此，我时常是将信将疑，我们似乎应该考虑这样一个问题：当前的市场价格区间是否符合经过合理贴现的最优估计值。

然而，当浩如烟海的证据都在表明股票价格显示了高度的有效性时，你难免会因此而折服。包含着以往价格的信息或是任何公诸于众的基本面信息都能迅速地被融入到市场价格中去。价格调整能够充分地反映所有的重要信息，以至于一个信手拈来的或无人管理的股票投资组合的业绩也能同专家精挑细选的组合相媲美，甚至更优。即使出现一定程度的定价失误，它也不会始终持续下去。在股票市场中，“真实价值最终总会显现出来”。本杰明·格雷厄姆(Benjamin Graham)的话可以这样去理解，说到底，市场是一种均衡机制而不是投票机制。不管市场中存在怎样的定价失误，在事实发生之后它总能被人们所察觉，就像我们都知道，在每个周一的上午交易所的大钟总会被敲响一样。

在本章中我们回顾了大量与此相关的经验证据，它们无不表明未来的收益率在某种程度上的确是可以预测的，这里我想给出一些要点作为总结。首先，这些效应在长期当中的可靠性存在相当大的问题。其中，许多效应只能作为“数据挖掘”的结果，即运用计算机在证券历史

价格的数据库中进行搜索，寄希望于找到某种隐隐约约的联系。由于高性能的计算机和俯拾即是的股票市场数据的广泛运用，即使发现一些在统计上显著的关系也丝毫不会令人惊奇，尤其是那些标新立异的出版物会更加乐于报告反常的结果，而非令人厌倦的随机性的证据。因此，许多被发现的预测模式也许仅仅是数据挖掘的结果——想尽一切办法对数据集进行"严刑逼供"，直到得到你所期望的答案为止。这些关系是否可以在将来得以延续，对此我们实在没有信心。其次，即使现实中真的存在可靠的、能够用于预测未来的关系，投资者也未必就能用得上。例如，试图将"一月效应"付诸实践的成本是相当巨大的，以至于因为过分的不经济而使这种预测模式变得没有什么意义。再次，那些业已发现的预测模式也许仅仅是对宏观经济波动的简单反映，如"股息效应"就反映了利率的起伏，而"小盘股效应"则是一种对风险的合理补偿。最后，即使某种模式真的是一种反常现象，那么它也会因追求利润最大化的投资者对其进行无节制的利用而走向自我毁灭。事实上，收益率的预测模式看起来越是有利可图，它生存的几率就会越小。

在20世纪90年代，罗伯特·希勒(Robert Shiller)和理查德·罗尔(Richard Roll)之间的一场发人深省的对话显得颇为引人注目，前者是一位因股价波动太过剧烈而拒绝接受市场有效性的经济学家，而后者则既是学富五车的学者又是腰缠万贯的投资基金经理人。在希勒指出市场偏好的重要性和股票定价的无效性后，罗尔做了如下回答：

我曾经运用过每一种为学者们所推崇备至的那些反常现象和预测模式来对客户及我自己的钱进行投资……我也曾试图利用所谓的“年末异常”以及许许多多已被学术研究所证明的各种策略，但我仍旧对这些假设的市场无效性半信半疑……我同意鲍伯的说法，投资者的心态才是真正的主角。但是，我还是不得不回到最初的观点上去，即真正的市场无效性应该成为一个能够善加利用的投资机会。如果投资者无法通过一种系统性的方式从中获利，那么说实在的，我们就很难认为信息并没有被完全融入到股票价格中去……真正的投资策略不会产生一个学术报告所预言的结果。

最近，在同一位投资组合经理人的交谈中我再次强调了罗尔的核心观点，这位经理人擅长运用最为现代的定量分析方法来管理他的投资组合，并且紧紧跟随着由学者和从业者所作出的统计研究成果，其投资的方法就是把许多上文提及的在统计上能进行预测的方法结合起来加以运用。他曾使用过去 20 年的历史数据来“向后检验”自己的技术，并发现在过去的二十年里这一技术以平均每年 8%的优势战胜了标准-普尔 500 指数。然而，当他真刀实枪开始实干的时候，结果却是大相径庭。在整整 20 年里，他的表现在扣除费用后和标准-普尔指数不相上下。这已经是一个相当不错的成绩了，足以使他跻身所有货币经理人中最优秀的 10%的行列。但这个结果已经清楚地表明，纸上谈兵的技术未必能够在真实投资和面临大额交易费用时有所表现，而这些都是真真切切地存在于投资世界中的。这个投资组合的经理人羞愧

地告诉我，在"向后检验"的过程中，没有一个结果是我所不愿看到的"。但是，千万记住，学术上的向后检验与实际的资金管理永远都是两回事。

总之，定价的异常现象和预测股票收益率的模式也许的确存在，甚至会在很长的一段时期内持续下去，同时，市场也不可避免地会受流行趋势的影响。然而，任何存在于市场定价中的超额部分最终都会得到纠正。毋庸置疑，随着时间的推移，随着我们手里掌握的数据同经验技术的日益紧密的结合，我们将进一步证明市场对有效性的偏离，进一步发展出股票收益率的预测模式。而且，我们对其根源的理解也会更加深刻。但我怀疑，最终的结果将不会是对那个被众多专业人士所信奉的理念的否定，即股票市场在信息的利用上是完全有效的。

附录：1987 年 10 月的股市暴跌

像 1987 年 10 月股市暴跌这样的事件——在仅仅 1 个月的时间里三分之一的总市值灰飞烟灭——是否可以用理性的原因加以解释，或者说，市场定价标准方面如此巨大而又显著的变化是否在向我们表明，在理解股票市场时，心理因素已经超越了逻辑因素而占据统治地位了呢？行为学家也许会说，股票价格近三分之一的下跌根本不能用理性因素来加以解释。按照他们的观点，定价模型中的基本要素不会发生如此翻天覆地的变化，进而对受理性支配的市场价格产生实质性的影响。我也曾经指出，在股票市场的定价过程中，漠视行为或心理波动的

存在是无法想象的。然而，回顾一下在 1987 年 10 月的第一周里可能对市场价值的剧烈变动作出解释的一些理性的因素也许对我们是会有所帮助的。

作为一个参考的框架，我们应该记得，普通股的合理定价应当是未来预期股息流的现值或折现值。对一个股票的长期持有者来说，这个理性的定价原则可以转化为一个简单的公式：

股票持有人的收益率＝股息收益率＋长期股息增长率

用字母表示为：$r=D/P+g$

r 表示的是投资收益率，D/P 表示的是股息收益率（股息除以价格），g 表示股息长期增长率。使用这个公式，我们很容易就可以发现，敏感的股票价格是如何对利率和风险预期的微小变化作出理性反应的。这个公式同样能为“黑色时期一”（发生于 1987 年 10 月 19 日）设定一个更加合乎逻辑的背景。

我相信，投资者已经有足够的理由去改变他们有关 1987 年 10 月普通股合理价值的观点。特别是，有许多因素能使公式中的“r”——股票投资者追求的收益率——趋于增加。首先，在先前的两个月中，利率出现了大幅的扬升。就在崩盘发生前夕，长期国库券的收益率由 9%上升到将近10.5%。此外，市场中还发生了许多导致预期风险显著增加的事件。在 10 月初，为了遏制住一浪高过一浪的合并风潮，国会威胁要开征“合并税”，从而大幅提高了合并成本。我们清楚地看到，在 10 月 19 日之前一周，下跌股票中的大多数都是那些被可能被收购的对象。由于潜在的接管者减弱了对收购对象管理方而

的控制，所以可能遭到终止的合并活动将大幅提高股票市场上的风险。与此同时，财政部长詹姆斯·贝克尔(James Baker)在10月份发出的美元将进一步贬值的警告使所有外国投资者的风险陡增，当然，它也同样打击了国内的投资者。

一个数字的示例可以使我们更加清楚地看到，敏感的股票价格是如何随着利率和预期风险的微小变化而作出理性反应的。回顾一下我们刚才提到的普通股现值价格的公式，$r=D/P+g$，我们将把 r 视为整个市场的收益率，而将 P 看作市场价格指数，就好比是一个证券市场价格的平均值。假设在一开始，政府债券的无风险利率为 9%，而股票投资者需要的风险升水为 2%。在这个例子中，股票持有者的一个合理的收益率(或者说，等价于普通股合理的贴现率)为 11%(0.09+0.02=0.11)。如果股票的预期增长率 g 为 6%，股息为每股 5 美元，我们就可以计算出股票指数 P：

$$0.11=\frac{5\text{ 美元}}{P}+0.06$$

$$P=100\text{ 美元}$$

现在，我们假设政府债券的收益率从 9%上升到 10.5%，同时，预期通货膨胀率保持不变(其可能增加预期增长率)。随着预期风险的增加，股票市场的投资者需要的风险升水不再是刚才的 2%，而是现在的 2.5%。相应的，股票合理的收益率或贴现率由 11%上升到了 13%(0.105+0.025)，那么股票指数则会由 100 美元下跌至 71.43 美元：

$$0.13=\frac{5\text{美元}}{P}+0.06$$

P＝71.43 美元

为了使股息收益率从 5%上升到 7%，股票价格必须下跌，只有这样，才能使总收益率提高必要的 2 个百分点。事情已经一清二楚了，由于在 1987 年 10 月发生了利率和预期风险的变动，从而使股票价格遭受戏剧性的下跌，这完全是有理性的。当然，哪怕是对预期增长率的一个极小的下降，也会使股票定价发生成倍的下跌。

批评家们仍然会提出反驳，因为这种计算方法似乎并不能解释为何如此巨幅的市价下跌竟会发生在一个交易日内。诺贝尔奖得主、金融经济学家默顿·米勒(Merton Miller)曾经描述过，在一个理性的市场中，相关的客观环境哪怕是一个微小的变化也会引发一场定价基准的重大修订。米勒向人们讲述了 1988 年夏天发生在美国中西部的那场大旱。随着旱情的恶化，玉米和大豆的价格每天都在飞涨，预期供给减少的消息开始融人到市场价格中。突然，一阵细雨洒落芝加哥——这种降雨量甚至连一天的雨水短缺都无法弥补。然而，尽管如此，玉米和大豆的价格还是应声下跌了。

米勒不禁问道，“这一迅雷不及掩耳的再调整是否意味着在价格下跌之前的玉米和大豆已经被那些沉浸在泡沫般幻想中的不理智的投资者哄抬到了一个荒诞、无所依托的高水平呢？或者说，惶惶不可终日的投机者对事情的向好和向坏都作出了过度的反应呢？”他的回答出人意料，“不！市场的反应其实相当理性。”它反映了天气状

况会趋于延续的普通认识。一旦持续干旱的情况发生终结，即使只是一场微不足道的小雨，也会使市场参与者对天气的预测发生迅速而深远的改变，同时也会对玉米和大豆在未来的可能供给造成重大的影响。在谈到这一事件对股票市场的启发意义时，米勒认为，在10月19日，尽管数周以来这些外部事件的单独影响较为微弱，但它们对利率和预期风险变化的累积影响却已经预示着，与股票相关的经济和政治环境正在发生重大的改变。由此，他得出结论，“基于相同的信息，许多投资者几乎同时认识到，他们正在持有太大份额的高风险的股票，而对于如政府债券一类的安全工具（现在变得更加诱人）的投资却显得相对不足。”

这并不是说，纯粹的心理因素在解释市场价格的急剧调整时毫无用处。我确信它们在价格的下跌过程中同样起到了作用。而且，一些新的交易技术可能还对股价的下降起到了推波助澜的效果，就拿“投资组合保险”来说，它要求机构投资者在股票价格下跌时增加其抛售量。还有就是“程序交易”，它是一种运用计算机的指令买入（或卖出）一揽子证券的交易技术，它使市场情绪的变化（以及主要在芝加哥交易的股票指数价值和指数成分股价值之间的任何偏离）能够以一个惊人的速度去影响股票价格。然而，对外部环境的显著变化的漠视将成为一个致命的错误，因为它能够为普通股合理价值的显著下跌作出合情合理的解释。

第四部分

随机漫步者及其他投资者的实践指南

第十一章

随机漫步者实用手册

在投资时，你希望获利多少取决于你是否打算吃得香、睡得好。

——J. 肯菲尔德·莫利(J. Kenfield Morley)，《我相信的事》

第四部分是引导你漫步华尔街的指南。在这一章里，我将向你提供一些大面上的投资建议，相信它对于所有投资者都是有所裨益的，哪怕他们并不相信证券市场高度有效。在第十二章中，我将试图向你解释最近发生在股票和债券收益率上的波动，并告诉你如何去把握未来的投资计划。此外，你还会看到在不同的投资安排下你大致可能获得的长期收益。而此后的第十三章，我将奉上一份生命周期投资指南，它将使你明白，在构造最能实现自己理财目标

的投资组合时，你所处的生命周期阶段是如何发挥其巨大作用的。

在最后一章里，我会为那些至少一定程度上信奉随机漫步理论的投资者和坚信即便存在真正的投资专家，自己也找不到的投资者概括出三条特定的投资策略。目前，我尚未看到任何令人信服的证据能够说明可以用过去的股票价格预测未来的走势，同时，我也深信新的信息会以最快的速度反映到市场价格中。但是，如果你真的是明智之人，那么在你谨慎而又详尽地制定了自己所有的投资计划（包括你的现金储备）后，相信你是可以轻松漫步于华尔街之上的。这样一来，无论股票价格如何随机波动，你也一样可以做到以不变应万变。不妨按照下面的建议来做个热身训练，没准它能使你在减少所得税和投资风险的同时，提高你的投资收益。

练习1：学会保护自己

本杰明·迪士累利（Benjamin Disraeli）曾经写道，"耐心是天才的必要品质"。这在投资中也同样是一句金玉良言，你万万不可在一个错误的时间里倾尽所有用于投资。你需要保存实力，以此来增加获得可观长期收益的机会。这就是为什么对你而言持有非投资性财产（例如医疗保险和人寿保险）是如此重要的原因，它们可以在你或是你的家人遭遇飞来横祸时施以援手。

过去，只有两大类的人寿保险可供选择：一种是高保费的终身寿险，而另一种则是低保费的定期寿险。标准

的终身寿险保单把保险计划和一定的储蓄安排结合在一起，而后者被认为是极具吸引力的，因为这种储蓄是免税的。但是，当两位数的通货膨胀侵袭美国经济的时候，投保人自然会对终身保单里的储蓄部分产生出别的念头。因为很多这种保单的资产都被投资于无力抵御通货膨胀风险的债券，所以终身寿险保单的储蓄收益率就会降至每年可怜的3%或者4%。由于以往的终身寿险保单一般都允许投保人按照4%或5%的低利率借入已投保金额，因此在20世纪80年代早期，消费者以其保单的现金价值作抵押借走了超过450亿美元的资金并投资于货币市场基金，获取了两位数的收益。另外一些消费者则完全放弃了终身寿险保单，转而投向定期寿险产品，我曾经在本书的前几版中大力推荐过这种投资工具。定期寿险一般只在投保人死亡时才给予赔付，而不提供累积性的现金价值。截止到1981年，这种保单已经占据了个人寿险市场一半以上的份额。

不久，两种新的寿险产品步入了日新月异的保险市场，它们是万能寿险和变额寿险。一些保险公司似乎正在试图集二者之优势推出"万能——变额"寿险保单。对于万能寿险而言，投保人可以根据自身不断变化的需要来增加和减少保险费或死亡给付金，你可以通过增减保单数量来达到这个目的。但是，在万能寿险中，保单现金价值的利率被允许随着市场利率的变化而变化，它并不局限于购买时保险公司的投资组合收益率。对于变额寿险，保险费是不能改变的，但其现金价值积累的利率却是可变的。这种变化取决于你对现金投资渠道和工具的不

同选择。实际上，变额寿险十分类似于把钱投资于共同基金市场。假如你选择了正确的投资计划（比如说一家经济繁荣时期的成长型股票基金），你就会获益匪浅。而“万能——变额寿险”则使投保人同时享受到万能寿险可变的保险费和死亡给付金以及变额寿险灵活的投资选择所带来的双重好处。

然而，这些“新生代”的寿险保单与传统终身寿险之间的区别正在日益缩小。很多传统的终身寿险保单的利率敏感性在增强。但是，对于任何现金价值的保单来说，你最初的保险费总是主要用于弥补销售佣金和其他的前期费用，而并非是用于你所期望的现金价值的积累。因此，并不是投保人所有的钱都被用投资。所以，对于大多数人而言，我还是倾向于“自力更生”式的投资方式。购买定期保险以求自保——然后把剩余的钱用来自己投资（最好是可延期缴税的投资计划，例如 IRAs）。

然而，很多人并不愿意定期地、持续地将自己通过支付低保费而积累下来的储蓄用于投资。如果你对自己构建并维持一个投资计划没有信心，并且你也只是希望在你去世后能留给自己家人一笔固定的财产，那么你确实有必要去购买长期终身保险，兴许你还会发现某些灵活的“新生代”保单会更加适合你。

但是，如果你有很好的储蓄习惯，那么我将建议你去购买可更新的定期寿险，它能够不断续保而无需进行新的体检。所谓递减型定期寿险是指保费不断减少的定期寿险，它应该适合于很多家庭，因为随着时间的流逝（孩子们在逐渐长大而家庭财富也在日益增加），人们对保障

的需求通常是递减的。除非你可能因终止续保而招致重罚，我建议你购买永久性保单它能带来特别的税收好处（对于某些人来说，购买利率敏感型保单更具有明显的税收优势）；而要是仅当你收到保险公司寄来的账单时才会被迫进行储蓄，我就推荐你去选择定期寿险。然而，你应该明白当你年届 60 岁、70 岁或是更高时，定期保单的保险费早已经飞涨上去了。如果在那个时候你仍然需要保险，你将发现定期寿险可能已经让你心有余而力不足了。但是那时的主要风险不是提前死亡，而是你可能活得太长，甚至超过你的财产所能供养的时间。通过购买定期保险，并把节省的钱用于我下面将要讨论的投资，也许能更有效地增加你的财富。

为了寻觅最好的交易，花些时间是完全值得的。不同保险公司间的产品报价是明显不一样的，通过比较你通常能找到更好的。使用电话报价服务或者互联网来确保你获得最好的交易是较为明智的。你可以尝试 QuickQuote（www. quickquote. com）和 InsureMarket（www. insuremarket. com）这两个网址来快速获得报价以及一些在线资料。我建议不要购买在 A. M. Best 评级体系中 A 级以下的保险公司的产品，因为较低的保险费率很可能不足以补偿你所承担的风险——当保险公司遇到财务困难时不能按约定给付。

除此之外，你应该保留一些储备用于安全性和流动性都较高的投资。许多人一定会认为，这种做法与投资是格格不人的。为什么当你可能成为证券市场下一个赢家的时候却要将一部分钱搁置在安全的地方呢？其中的

奥妙就在于应付你想象不到的意外。认定自己一定会好运常在的人实在是愚蠢之极。为了支付意想不到的医疗费或是安然度过痛苦不堪的失业状态，每个家庭都应该预留一定的现金储备。

传统的简单法则就是：你应当将一年的生活费用保存在可以毫无损失地迅速变现的资产中。如果你拥有医疗和伤残保险作为后盾，那么紧急储备就可以相应地减少。事实上，即使是银行信托部门——谨慎管理资产的典范——也认为保持数量为三个月生活费的储备才是令人满意的。然而，无论在任何情况下，你都不应该丝毫不持有哪怕是刚刚满足安全性和流动性要求的资产。而且，一切未来的大额支出（例如大学学费）都应当由短期投资来包办，所以这些短期投资的到期时间应该与未来的使用时间相匹配。

练习2：明确投资目标

清楚地决定自己的投资目标是整个投资过程不可或缺的一部分，但遗憾的是，很多人都把它忽略掉了，随之而来的结果往往是灾难性的。你必须在一开始就清楚地知道你愿意承担多大的风险以及哪种投资最适合你的税收等级。证券市场就像一个提供多种菜肴的大餐馆，它能迎合各类不同的口味和需要。没有一种菜肴会成为所有人的最爱，同理，也没有一种投资对所有投资者而言都是最好的。

我们中的所有人都乐于看见自己的资本在一夜之间

翻番，但是，他们中又有多少人能够承受半数的财产在顷刻间烟消云散呢？J. P. 摩根(J. P. Morgan)曾有一位好友，这个仁兄对自己所持有的股票整日忧心忡忡以至于夜不能寐。于是，他来向摩根求教，“关于手中的股票，我应该做些什么呢？”摩根答道，“卖掉它们，直到你能睡着为止。”我的读者们，他可不是在开玩笑啊！每一位投资者都必须在吃饱睡足和投资之间找到一种平衡。这个决策得取决于你自己。丰厚的投资回报只能以巨大的投资风险为代价，这是本书的一个基本观点。因此，你必须知道怎样才能使自己睡得着。找到这个问题的答案将是投资过程中最为重要的一步。

为了帮助你提高投资意识，我已经准备好了一张基于不同投资风险和预期回报率的睡眠时刻表。从收益的角度来看，各种短期投资在整个列表中显得有些微不足道。看起来，银行存款是全部投资中最为安全的一种。你一定能收回自己投下的每一张美元，你投资的美元价值将也永远不会改变。

主要投资种类的睡眠质量

睡眠点数	资产种类	1999年的税前预期回报率(%)	实现预期回报率的投资期限	风险水平
昏睡状态	银行储蓄账户	2.5～3	没有必需的特定投资期限，很多机构的利息计算都是从存款日开始，到取款日结束。	本金没有损失的风险，100 000美元以内的存款由联邦政府机构担保。然而，一旦发生严重的通货膨胀，损失就会成为定局。

续表

睡眠点数	资产种类	1999年的税前预期回报率(%)	实现预期回报率的投资期限	风险水平
在漫长的下午打盹,在悠闲的晚上大睡	货币市场存款账户	3.5～4	没有必需的特定投资期限,但每月只能开三次支票。	本金没有风险,100 000美元以内的存款由联邦政府机构担保。利率随预期通货膨胀率浮动,并且各阶段不固定。
在悠闲的晚上大睡	货币市场基金	4.5～5	没有必需的特定投资期限,大多数基金提供签发支票的权利。	风险很小,因为大多数基金都投资于政府债券和银行存单。通常没有担保。利率随预期通货膨胀率浮动。
	特定的为期6个月的存单	5	为了享受高利率,所有资金必须保存在存款账户中整整6个月。	提前取款会遭受惩罚,利率随预期通货膨胀率浮动。
	防通货膨胀型国债	3.75+通货膨胀	属长期证券品种,持有期为5年或更长。	如果到期前出售,价格将发生变动。
会做一、二个令人不快的梦	高质量的公司债券(优秀的公共事业类企业)	6.5～7	为了确保承诺的利率,投资必须持有至到期(20～30年),(为防止赎回风险,债券也需保护)债券可以在任何时候出售,但市场价格会随利率的变化而变化。	如果持有至到期,风险将会很小。如果提前出售,实现的收益率预期会有大幅波动。收益率随预期的长期通货膨胀率而进行调整。"垃圾债券"承诺更高的收益率,但同时风险也会更大。

续表

睡眠点数	资产种类	1999年的税前预期回报率(%)	实现预期回报率的投资期限	风险水平
睡前会有几度辗转反侧,惊醒后梦境依稀	美国国内蓝筹股的分散组合或发达国家的普通股	8～9	没有必需的特定投资期限,股票可以随时出售。平均预期收益率的实现需要一个较长的持有期,并且只能根据当前的条件将其视为一个粗略的标准。	有一定的风险。在某些年份里,实际收益率事实上可能是负的,分散的投资组合时常会损失实际价值的25%,甚至更多。与某些观点相反,从长期来看,它是反通货膨胀的良好工具。
	房地产	与普通股类似	如果通过房地产投资信托(REITs)来购买,则总体上与普通股类似。	大体与上面类似,但REITs具有良好的分散性,是很好的防通胀工具。
偶尔做噩梦,但长期来看休息得还可以	由小规模成长型公司的相对风险较小的股票构成的分散投资组合	9～10	与上面类似,平均预期收益率的实现需要一个较长的持有期,并且只能根据当前的条件将其视为一个粗略的标准。	风险较大。在任意年份都有可能获得负回报。高风险股票的分散投资组合时常会损失50%以上的价值,是良好的反通胀工具。
时而美梦,时而噩梦	新兴市场股票的分散投资组合	±11	计划至少持有10年。预期收益率无法精确量化。	1年的波动可以高达50%～75%,但是可享受分散化带来的好处。
失眠	黄金	无法预料	在新的投机狂潮中,只要出现更傻的傻瓜,高收益将唾手可得。	风险很大,被认为能够抵御"世界末日"和恶性通货膨胀。然而,在平衡分散投资组合时有着重要作用。

但是,即便是这种投资也会存在风险。因为倘若你不幸遇到通货膨胀,那么就算是加上利息,你存款的实际

购买力也必定会遭受无情的打击，特别是在你还需要为利息缴税时就更是如此。接下来就是为期六个月的定期存单、货币市场存款账户和货币市场基金——尽管它在某种程度上缺乏弹性，但是却能够更好地抵御通货膨胀的风险。假如这就是你的睡眠点的话，我想你是会对练习 4 中有关此类投资的信息感兴趣的。

从安全性角度出发，再往下就得属防通胀国债(TIPS)了。这些债券承诺向持有人支付一个虽低但却是得到担保的收益率，而且该利率会每年随着消费物价水平的上涨而增加。因为它们在本质上是长期债券，所以其价格会随着实际利率(名义利率减去通货膨胀率)的改变而波动。但是，如果你持有它们直至到期，则其实际购买力是可以得到保证的。在练习 5 中，我将讨论在你的投资组合中加人一小部分债券的好处。

相对而言，公司债券的风险要更大一些，而且如果你真的选择了这种投资形式，一些噩梦就会时不时地走进你的睡眠。在 90 年代后期，优质公共事业类企业所发行的长期债券的收益率大约为 6.5%～7%，但前提是你必须在持有它们直至到期。倘若你在到期前就将其出售，则所能得到的收益率就会取决于你卖出时的利率水平。如果市场利率上升，你所持债券的价格就会下跌，只有这样，它们才能与支付更高名义利率的新债券进行竞争。因此，损失的可能性并非不存在，而且这一损失将可能吞没全年的利息——甚至更多。反之，如果市场利率下降，则你所持债券的价格就会上升，并且你不但能得到事先承诺的利息，还能获取相应的资本利得。因而，如果你在

到期前就卖出的话，你的实际年收益率将可能会有很大的不同，而且这也就是为什么债券的风险要大于短期投资工具的原因，后者几乎不存在价格变动的风险。总的来说，债券的发行期限越长，其风险就会越大，相应的收益率也会越高。[①] 你将会在练习 4 和练习 5 中看到有关如何选购短期或长期债券的有用信息。

没有人能确定无疑地说出普通股的回报究竟会是多少。但是，正如奥斯卡·莫根斯坦(Oskar Morgenstern)曾观察到的那样，股票市场就像是一个大赌局，胜出的希望很小。尽管股价也可能会直线下跌，就像 1987 年 10 月发生的的灾难性的一幕，但是在整个 20 世纪里，包括分红派息和资本利得在内，股票投资的平均年收益率始终保持在 9%到 10%之间。我相信在未来的 21 世纪，一个国内普通股的投资组合——例如由此组建的共同基金——将大致获得类似的年平均收益率。在国外发达的证券市场上，一些主要大公司带给投资者的回报似乎也可以与之相媲美。但是，未来的实际年收益率也可能会与你所期待的目标大相径庭——在萧条的年份里，你的损失很可能会高达 25%，甚至更多。在那些渺无希望的日子里，你能够忍受一个个无眠的夜晚吗？

想想吧，在四声道立体声美妙旋律下，编制着色彩斑

---

① 但并不总是这样。以在利率异乎寻常地高的 20 世纪 80 年代的某些时期为例，短期债券比长期债券的收益率更高。关键是投资者不能永远指望在这样的高的利率下再次投资他们的短期的资金，后来的 10 年里短期利率大幅地下降了。这样，投资者能合理地预计对短期债券的连续投资将不会再产生和长期债券同样高的回报率。换句话说，承担拥有长期债券的风险是值得的，即使短期内短期利率是高于长期债券利率。

斓的梦将会是一种什么样的感觉！你可能想选择一个由风险稍大的（股价有更大的波动性）股票组成的投资组合，就像那些进取性的成长导向型基金。它们往往是由技术先进的新公司发行的股票，大都向投资者许下了高成长的诺言。但是，这样的公司也可能扮演的是更加反复无常的角色，并且在市场持续下跌时，由这些股票构成的投资组合会轻易丧失自己一半的市场价值。但是在21世纪，你的未来平均收益率将能够维持在每年10%～11%的水平。平均而言，小公司股票的投资组合常常会以微弱的优势战胜整个市场。如果你在熊市期间也能安然入睡，并且你有实力"将投资进行到底"，那么进取型的普通股投资组合——由小公司组成——也许更加适合你。但是，倘若你想追求更高的收益率，并能够为之承受更大的市场波动，则由来自新兴市场的股票所构建的投资组合将是你的首选，这些市场在21世纪将有着惊人的成长潜力。

对大多数个人来说，不动产投资是十分复杂的，而且经常时经常会让你为之失眠的。然而，来自房地产的回报确是相当丰厚，这一点与普通股非常类似。在练习6中，我会建议那些有能力买房的个人大胆地这样去做。而在练习7中，我会和读者一起讨论如何让个人在今天投资商用不动产变得更加容易。我相信不动产投资信托（REITs）能够在充分实现多样化的投资组合里赢得自己的一席之地。

我已经认识到，前面的表格对黄金的提及是轻描淡写的，而且我还忽略了艺术品，普通商品和其他更加吸引

人的投资机会。事实上，这些投资品种能够很好地去平衡多样化投资组合中的账面资产，特别是在通货膨胀日益加剧时更加功不可没。由于它们自身蕴含的风险巨大，以及由此带来的剧烈的价格波动，所以，想要用适用于其他投资品种的术语来描述它们几乎是不可能的；对此，练习 8 将给以更加详尽的回顾。

在所有可能性中，你的睡眠点取决于你的投资损失以何种方式危及你的财务安全。这也是为什么典型的“寡妇”在投资教科书中经常被看成是不能承担任何风险的人群的原因。寡妇很少去估计自己的寿命，更重要的是，她们无力赚取投资组合以外的收入来弥补损失。任何资本和收入的损失都将立即影响到她的生活水平。另一个极端是“有进取心的年轻女商人”。她既有对生命的预期，而且在面临任何金融损失时都有能力来维持她现有的生活水平。你在“生命周期”中所处的阶段是如此之重要，以至于我已经单独列出一章(第十三章)来探讨多少风险对你而言才是合适的。

除此之外，你的心理素质也将影响你所愿意承担风险的程度。投资顾问会建议你好好分析一下，你曾一度(或现在仍是)是什么类型的选手。你曾经是一个潜水员吗？你在 Boardwalk 和 Park Place 开过宾馆吗？如果这些都是事实，我想其他的投资者是不大可能向你的财产发起挑战的，即使他们真的敢这么做，你也能够一举赢得整场比赛。或者，你曾心安理得地作为圣・詹姆斯街、田纳西大道、纽约大道的柑橘垄断商来获取那些稳定但却微薄的收入？

1998 年的税后等价收益表[a]

应税收入(千美元)		你的联邦税收等级(%)	免税收益比率									
			3.5%	4.00%	4.5%	5.00%	5.5%	6.00%	6.5%	7.00%	7.5%	8%
单身收入	夫妻收入		你需要寻找的应税投资收益(%)									
0～25 350	0～42 350	15	3.51	4.01	4.51	5.01	5.51	6.01	6.51	7.01	7.51	8.01
25 351～61 400	42 351～102 300	28	4.86	5.56	6.25	6.94	7.64	8.33	9.03	9.72	10.42	11.11
61 401～128 100	102 301～155 950	31	5.07	5.80	6.52	7.25	7.97	8.70	9.42	10.14	10.87	11.59
128 101～278 450	155 951～278 450	36	5.47	6.25	7.03	7.81	8.59	9.38	10.16	10.94	11.72	12.50
278 450 以上	278 450 以上	39.6	5.79	6.62	7.45	8.28	9.11	9.93	10.76	11.59	12.42	13.25

a:为了发现哪种应税证券的收益可以产生和免税证券一样的收益率,你需要找到自己的应税收入并认真加以阅读。这份表格是以《1997 年减税法案》建立的联邦所得税率为基础,并且假设所有收入都将以最高税率征税。联邦所得税税收等级每年都会进行调整以反映消费价格指数的变化,因此,个人的税收等级和上面的表格中的内容可能会有所出入。但是,纳税人肯定会发现他们的有效边际联邦税率往往会比表中的数字来得更高,所以,为了与相应的免税收益率相等,这些投资者就需要一个比表中所列数字更高的收益率。当然,来自地方和州的所得税也是必须要缴纳的。

这些问题的答案有助于你更加深刻地去理解投资所必需的心理素质，并且可以帮助你选择正确的证券投资类型。但是，也有可能在真正触及金钱的时候，这种类比就变得弱不禁风了。无论何时，在你选择特定的证券作为投资前，透彻地了解自己都是非常重要的。第十二章将提供一个特殊的测试，以帮助你确定自己承受风险的能力。

第二个关键步骤是：认真反省一下，在你的投资回报中有多少进了政府的腰包以及有多少当前的收入是你真正需要的。仔细检查一下你去年的所得税表格（1040 表格）和申报的应税收入。上一页的表格给出了 1998 年的边际税收等级（收入中最后一美元的税收比率）和市政债券的税收优势（市政债券是免税的）。如果你身处较高的税收等级，并且对当前收入的需求不多，那么你应当优先考虑免税债券和股息率较低的股票，而不要贪图明显有利于税收的长期资本利得（直到实现资本利得时才需纳税——当然，如果这些股票是遗产的一部分，那么也可以永远都不缴税）。反过来，如果你身处较低的税收等级，而且对当前的收入有着迫切的需求，那么选择应税债券和高股息率的普通股将对你更加有利。这样，在你需要现金收入时，就不会因抛售股票而负担沉重的交易费用了。

这项练习中的两个步骤——一是发现自己的风险承受力，二是认清自己的税收等级和当前收入的需求——看起来是显而易见的。但令人难以置信的是，竟有如此之多的人因未能将购买的证券类型和他们的风险容忍度

以及当前的收入与税收需求合理地加以匹配而误入歧途。在选择优先投资品种时的混乱不堪常常发生在众多投资者的身上，与近来为伦敦报纸所津津乐道的那位年轻女子所表现出的愚蠢有异曲同工之处：

公园中的红颜

伦敦，10 月 30 日

事情发生的时候，一对秘密的情侣正沉浸在午夜的拥抱中“难以自拔”。

根据一位医生在医学杂志中的描写，挤在狭小的双位运动汽车中的那个几乎全裸的男人突然僵硬在那里。

而此时，在他身下，那位可怜的女友只能试着用脚去按响汽车喇叭来寻求帮助。医生、救护人员、消防队员以及一群饶有兴趣的路人迅速地包围了这辆停在总督公园中的“情侣车”。

肯特医院的布赖恩·理查兹(Brian Richards)医生这样说道：“可怜的女士发现自己被压在一个重达 200 镑、饱受折磨却又纹丝不动的男人身下。”

“为了把这对情侣救出，消防队员不得不切开汽车的外壳。”他补充道。

激动异常的女孩在得救后迅速穿上外套，进而啜泣道：“我该如何向我丈夫解释他的汽车呢？”

(英国)路透社

投资者经常被类似的迷惑折磨得痛苦不堪。你不可能找到绝对安全的策略，然后纵身投入到风险巨大的普通股投资中。不管应税公司债券有多么的诱人，你都无法使你的收入免遭高昂的边际税率的盘剥而锁定那 8% 的收益率。然而，投资顾问的年度报告中却充斥着所持证券与投资目标不匹配的案例。

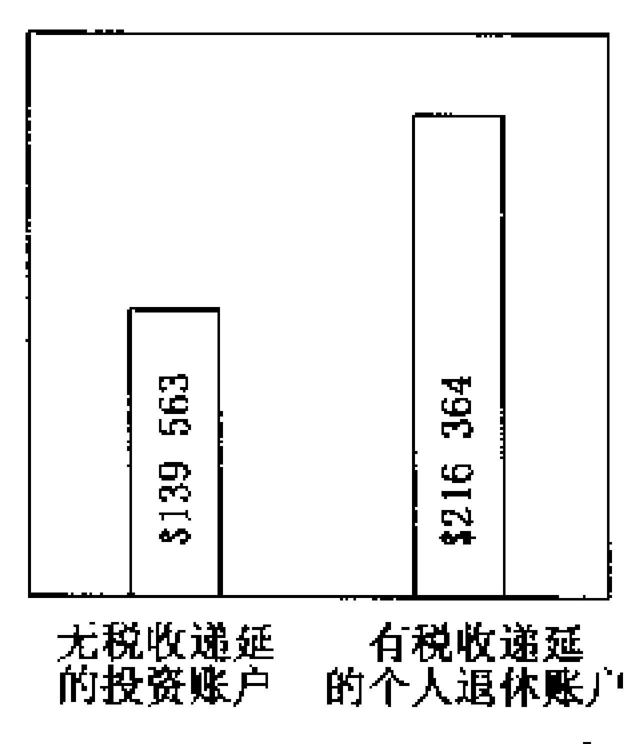
练习3：竭尽全力躲开山姆大叔(避税)

合法地避税不啻为一种获取额外投资资金的最好方法。我们已经讨论了免税债券和不实现资本利得的税收优势。但是，你知道吗，在真正退休并开始使用这笔退休金之前，你是无需为退休投资计划(或是来自于此项投资的盈利)纳税的。到那时，你可能已经处在一个较低的税收等级里了。即使不是这样，你也不必为这些年来的退休储蓄交付一分钱税金。这项练习会使你更适于攫取这些好处。

养老金计划和个人退休账户

首先，看看你的雇主是否拥有养老金计划或类似于401(k)、403(b)7储蓄计划之类的利润分享计划。倘若是这样，你就可以免费搭上通向退休的旅行车了。但是，假如你的雇主没有这样的计划，那你该怎么办呢？如果你现在还是单身，我奉劝你在1999年就应把年收入中的2 000美元投向个人退休账户(IRAs)。假如你已经结婚，并且你和你的另一半都还在工作，那么你们投入的资金就应该是4 000美元。虽然一旦你的收入超过31 000美元(或者你还是单身并已经在工作中获得了退休保障计划)，你对IRA的投资就将不再享受税收减免的优惠，但IRAs仍不失为一笔好买卖，因为你的退休金投资的

利息收入是复利免税的。[1] 下图将每年投资2 000美元于利息收入免税的IRA账户的回报与同样金额投资于应税投资(假定28%的税率)的回报做了比较。图中假设资金按10%的利率水平进行投资,并且期限被设定为25年。虽然从税收递延账户中提取的收入最终将被课税,但是,如图所示,长达25年的税收递延意味着你将可以从IRA账户获得近77 000美元的好处。如果你的收入实在太低,以至于投入IRA账户的资金还能得到税收的减免,则你将进一步获得好处。



税收递延复利赢利的优势[2]

资料来源:先锋投资集团公司。

---

① 1999年,如果你尚未在工作中得到退休保障计划,或者虽已得到但你单身时的个人收入低于31 000美元、结婚后与配偶的合计收入低于51 000美元,则你投入IRA的金额将可以在税前全额抵扣。如你单身时的个人收入介于31 000美元至41 000美元之间,结婚后与配偶的合计收入介于51 000美元至61 000美元之间,则可部分抵扣。

② 存在和不存在利息税递延的情况下,以10%的利率将2000美元投资25年的价值。

自我雇用者退休基金计划

对于自我雇用者来说，美国国会已经为他们制定了自雇者退休金计划(Keogh plan)。自从1984年以来，所有的自我雇用者——从会计师到"雅芳"小姐，从理发师到房地产经纪人，从医生到装修工——都被允许建立这样的计划，他们每年将收入的20%(最多不超过30 000美元)投入该计划。如果你除了正式工作外还从事兼职，那么你可以为来自副业的收入建立Keogh计划。投入Keogh计划的钱可以从应税收入中加以扣除，并且其利息收入只有在提出时才会被征税。如果你有幸享受Keogh计划，你千万不可错过这个千载难逢的机会，因为它不仅可以使你充分利用这个合法途径来逃避国税局的盘剥，而且还能最大限度地增加你的退休储蓄来帮助应付通货膨胀的打击。

当前，数百万的纳税人让真正的好买卖从他们身边白白溜走。除非我们比较多种方案，否则不可能认识到这些计划之间的差异。我们不妨假设你现在是35岁，就在今年你将1 000美元投入到Keogh计划中去，而把这笔钱投入固定收入投资的回报约为10%。30年后(当你65岁的时候)，你当初的1 000美元将通过复利免税而变成17 449美元。[①] 现在假设，当你在65岁退休的时候，提出了所有的钱。如果当时你所处的税收等级是28%，你将可以得到12 563美元的税后收入。如果在你退休后税

① 这一计算假设你持续不断地把利息收入按10%的利率进行再投资。

收等级更低，显而易见，你的状况会更好。

现在让我们来考虑不建立 Keogh 计划时的情况。这时，你的1 000美元将按规定的比率课税。那就意味着，如果你现在身处 28%的税收等级，你将仅仅剩下 720 美元可用于投资收益率为 10%的证券。而且，由于每年的利息都将被征税，因此在扣除掉 28%的税率后，你的净收益率将只剩下可怜的 7.2%。在 65 岁的时候，假如你没有因走好运而大发横财的话，你将注定以税后5 834 美元来结束自己的投资生涯。在这个保守的例子中我们看到，Keogh 计划(或者可避税的 IRA)可以使你在退休时以 2 倍以上的税后收入来走完人生之旅。而且，我们在这里仅仅是看到单独的1 000美元所发挥的功效，假设你每年都投入1 000美元的话，则你从 Keogh 计划或其他可避税的退休计划中得到的最大优势将更加可观。我的建议就是尽可能地通过这些避税手段来进行储蓄。如果必须如此的话，你也应当把其他的储蓄都用在当前的生活花费中，只有这样，你才能最大限度地投入你的资金。

香油里会有苍蝇吗？会的，就像经济学家最喜欢挂在嘴边的那句话，“世上从来就没有免费的午餐”。在你活到 60 岁或成为残疾人之前，你无权动用 IRA 或者 Keogh 中的资金。如果你真的这样做了，被提出的钱将会被课税，此外你还要额外支付 10%的钱作为罚金。

但是，即使存在这种情况，我相信 IRAs 和 Keoghs 仍然是不错的交易。尽管说对提取的资金征收 10%的罚金的确是相当严厉，但比起免税利息和递延税款所带

来的好处，这一点惩罚实在不算太多。即使你中途撤出一些资金，尚存在计划里的资金在今后几年里所享受的好处也肯定会弥补惩罚的伤痛。

重要的一点是，如果你计划在接近60岁时拥有这笔钱，那你最好是利用免税的退休基金来达到自己的目的。不管你作出怎样的储蓄投资决策，把钱保存在免税的状态下总是比较好的。

Keogh计划和IRA计划中的钱被投资到什么地方去了呢？你能说出名字的无外乎——股票、债券、共同基金、储蓄存单、年金契约和其他的投资工具。你的选择应该取决于你的风险偏好和其他投资品种的构成。你能够从储蓄机构、券商、保险公司和共同基金提供的大量计划中进行选择。我个人的偏好是股票和债券基金，接下来我将提供一些特定的建议帮助你选择最好的投资工具。我想，你一定不希望投资于收益较低的免税证券，然而，遗憾的是，因为无论如何你的退休基金都会以免税方式加以积累，而且在你将资金提出的时候，你将不得不为这些本应该免税的收入缴税。

关于这些计划，如果你还有进一步的问题想了解的话，你不妨打个电话向当地的国税局办公室咨询这些特殊问题的答案。另外，在IRS（国税局）的出版物560（Keoghs）和590（IRAs）中还囊括了所有的详细条款。

罗斯个人退休账户计划

在20世纪90年代后期，一种被称为Roth IRA的新型个人退休账户出现在投资者面前。传统的IRA以

即刻抵扣的形式(假如你达到纳税标准的话)向投资者提供"现时的果酱"。一旦你将钱投入账户,那么初始本金和利息收入就只能在退休提款时才被课税。Roth IRA提供的则是"未来的果酱"——你并不能立即获得税收减免,但是你提出的钱(包括投资收益)却是免税的。如果你是独身并拥有不超过95 000美元的应税收入(如果是夫妻则为150 000美元),那么你每年能将2 000美元存入Roth IRA。另外,你还能进行账户转换。如果你的收入在100 000美元以下,你就能把普通的IRA转换为Roth IRA。你需要为所有的转换资金缴税,但是此后未来的投资收益和退休时的提款将可以获得免税的特权。而且,对Roth IRA来说,它不存在寿命最低分配要求,甚至在75岁以后还能继续进行投资。这样,大量的财富就能以免税的方式积累下来,为子孙后代造福。

对你来说,想要判断究竟哪种IRA最好以及是否应该进行转换的确并非易事。影响决策的重要因素是:在退休时,你是否是处在较高或者较低的税收等级上;在IRA计划之外,你是否有足够的资金来支付转换税;你的年龄和寿命以及退休期间你在多大程度上需要IRA中的资金。幸运的是,金融服务行业已经为我们提供了免费软件来分析这一转换是否对你有意义。共同基金公司(如T.罗伊价格)和经纪公司(如美林)都拥有专门的Roth分析家,他们的结论将更加便于使用。我能够为广大读者提供一条经验法则,以此来判断是否有必要进行深入的调查。假如你接近退休,并且税收等级较低,也许你就不应该再进行转换,特别是当这种转换会把你推向

更高税收等级时。反之，如果你离退休尚有一段时日，并且处在一个较低的税收等级中，那么转换为 Roth IRA 就不啻为明智之举。

税收递延型年金

另一个挫败税收官员的策略是采用税收递延型年金。如果你的资金超过了其他有税收优惠的储蓄计划，则这种投资工具将是十分有用的。税收递延型年金是你和保险公司之间的契约，你可以一次性购买，也可以分期付款买入。存入的资金能够积累起税收递延的利息，而且这些钱还会在将来定期提供收入。一般而言，这种类型的契约可使你避免本金遭受损失的风险，而且保险公司将在任何时候为你初始存款的收益率提供担保。与此相对照的是可变年金，它通常投资于股权基金，而且其收益率将取决于你所选择的特定投资在此前几年里的市场表现。

和 IRA 和 Keogh 计划一样，你无需在积累期为利息、红利或资本利得支付收入所得税，因此，你的所有利息——还有本金——将不停地为你创造财富。当你开始从你的年金中获得支付的时候，每次支付中的一部分都被认为是本金的收益，因此是免税的。而且，如果你像大部分人那样，用年金来提供退休后稳定而有规律的收入，那么当最终的付税来临时，你有可能早已处在较低的税收等级里了。此外，递延年金也能在持有人死亡时省去遗嘱检验的费用和耽误的时间，因为你的资金已经自动转入受益人的名下了。但是，你一定要仔细检查刊印在

每份年金募股书前面的费用表。对于一些极其昂贵递延年金来说，你在税收递延中获得的好处会很快耗费在随后的额外费用中。一般来说，年金要比被投资于共同基金的 IRAs 和 Keoghs 更加昂贵。因此，只有在你已经把最大限额的资金投入定期退休计划（例如 401(k)，403(b)7，Keogh 或 IRA）之后，才应该把剩余的钱用于年金投资。最后，请牢牢记住这句在逝去的年月里一直为投资者信奉的古老格言："永远不要从死人手中购买东西。"

练习 4：保持竞争力，让现金储备的收益率与通货膨胀率持平

就像我已经指出的那样，为了应付诸如大学学费，可能发生的紧急状况甚至是精神上的支持之类的不时之需，持有一定数量的储备资产是十分必要的。这样，你就面临了一个两难的选择。你清楚地知道，如果你将手中的现金存入银行，一年之后，你将获得比方说是 3% 的利息，但假使在此一年中通货膨胀率超过了 3%，你在实际购买力上将遭受损失。事实上，由于你所得到的利息将定期缴纳所得税，所以你的情况有可能会变得更糟。因此，小额储蓄者该何去何从呢？

显然，这对于途径众多的投资者来说是不成问题的。他或她可以购买短期政府债券（美国政府发行的短期 IOUs）或者是大额存单（短期的 IOUs，由银行签发，被称为银行存单），其中的一些只有大机构才有资格发行。假使你只有少量的流动资产，你就不应直接进入这种市场。

所以，小储蓄者怎样才能免遭暗算呢？你怎样才能获取一个足以抵御通货膨胀的收益率呢？这就是此项练习所要告诉你的。

至少有四种短期投资品种能够帮助你抵御通货膨胀。它们是：(1)货币市场共同基金；(2)货币市场存款账户；(3)银行存款单；(4)免税货币市场基金。

货币市场共同基金

依我来看，货币市场共同基金（或称为货币基金）是能满足众多投资者需求的最佳投资工具。它们集安全性、高收益性和无罚金的提款权于一身。大部分的基金允许你根据账户余额签发大额支票，余额一般不少于250美元。利息收入持续到支票清算结束的时候。这些货币基金是银行账户的最佳替代品，而且它们也的确是一直受到人们的追捧。你能在《漫步者地址簿》中找到精挑细选出的基金的地址、电话号码和详细的相关财务信息。

这些货币基金通常投资于大额银行存单、商业票据（公司签发的短期票据）、政府证券以及其他的一些投资工具，因此，它们收益率的波动非常接近于这些短期证券的可得收益率。从目前来看，它们的收益率总是要超过——常常是以极大的优势——现金储蓄账户支付的利息。由于它们汇集了许许多多小投资者的资金，因而货币基金能够购买超越个人财务能力的金融产品。一单位基金的售价通常是1美元，其目标是保证本金安全。虽然没有谁会为本金的损失提供担保，但如果你购买的是

《漫步者地址簿》上我所推荐的基金的话，你就大可不必为晚上睡不着觉而担心。即使是在整个市场动荡不安之时，这些基金也能保证本金价值毫发无伤，尽管在这种情况下，它可能会少付几天的利息收入。

为了满足那些在心灵深处倾向于银行所提供的安全性的人的需求，一种新的货币市场资金应运而生。这些基金仅仅投资于短期国债或由联邦政府担保的证券。正如你所预料到的，相对于那些投资于银行承兑品种的基金来说，它们的收益率要略小一些。牺牲部分收益来换取额外的安全值得吗？这个答案取决于你的心理素质。

我个人的见解是去投资那些收益较高的普通基金。虽然我极为赞成这样的说法：为雨天预留的钱不该白白地流进下水道，但我仍旧认为优质基金的风险是"最小的"。

要小心提防管理费减免和优惠费率的圈套。一般来说，所有的货币市场基金都会投资于类似的证券。而它们收益率上的差异在很大程度上来源于基金的费率（向基金持有人征收的基金运作和管理的成本）。在其他条件相同的情况下，较低的费用意味着基金所有人将会得到更高的净收益率。这也就是为什么费率在比较货币市场基金时扮演重要角色的原因了。在一个有限的而且经常是不确定的时间段里，一些共同基金公司会发行低费用（甚至是零费用）的基金。他们通过暂时免除投资管理费和/或吸收其他基金运行费来实现这样的目的。这些异乎寻常的高收益在新闻媒体整版广告炒作下越发显得光彩夺目，从而吸引了众多资金蜂拥而至，但最终这些费

用和开支还是照收不误。从短期看，这些廉价基金对投资者而言无疑是一笔好买卖。但是你一定要当心，当全额费用扑面而来时，净收益率的减少将在所难免。假如你仅仅是想充分利用它的优惠期，那么每周你都需要密切关注报纸上的基金收益率，以便在其即将提高费用的时候及时转到高收益的基金上来。无论如何，你都不该持有一家尚未公布业绩的货币基金。

我想把最后一条忠告送给那些嗜睡而又极其厌恶风险的人。一些货币基金已经通过投资金融衍生产品而提高了它们的收益率。随着复杂而又新奇的衍生工具的发展，甚至连最初由财政部和联邦政府机构发行的债务也开始以一种间接的方式变得有风险了。我的建议是仔细阅读货币基金的招股说明书，特别是那些讨论风险因素的部分。决定某只特定的货币基金是否适合于你的两个最为重要的因素是：你准备承受风险程度和基金的费率。大多数投资者将对那些费用较低、风险适中的基金品种情有独钟。

货币市场存款账户

货币基金是如此的受到欢迎，以至于数千亿的资金源源不断地从银行存款账户中流向高收益的共同基金。不言而喻，银行正在寻找各种对策以扭转颓势。由此，另一个取消管制使投资者得益的例子是：银行被允许向个人提供货币市场存款账户。从一开始，银行便向投资者提供了一个比货币市场基金更加诱人的收益率。精明老练的消费者——追逐市场上最大利益的人——纷纷开始

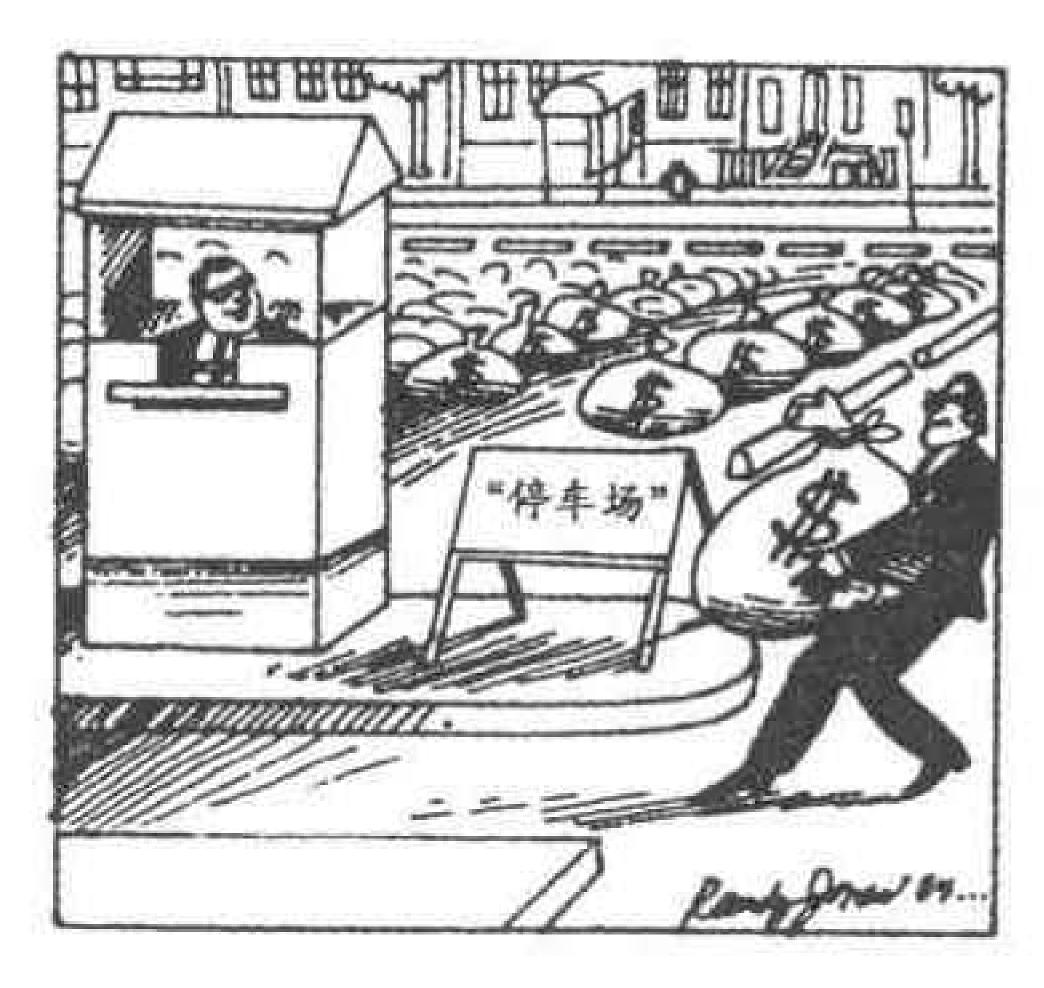
抛弃货币市场基金。

但是，一旦银行完成了重塑市场形象的目的，它们便开始悄悄地降低利率，而这一举措使货币市场基金重新夺回了被存款账户抢走的主动权。资金开始向货币基金回流，现在，两种类型的投资工具各自拿到了消费者手中的数千亿美元。整个20世纪90年代，货币市场基金的收益相对更高一些。

如何在二者之间作出取舍呢？它们各有千秋，但银行似乎更加引人注目。首先就像其他银行存款一样，货币市场存款账户同样得到了联邦政府的担保。因此，它们会让投资人安然入睡。除此之外，投资于货币市场存款账户也很方便，因为银行有众多的分支机构，相形之下，货币市场基金却只有邮政信箱、免费电话和互联网地址。但是，货币基金也有自己得天独厚的优势。正如上面所提到的那样，它们的收益率普遍要比银行账户高。另外，货币市场基金允许持有人根据账户余额无限制地签发支票（不同的基金规定，每张支票的签发的金额至少为250美元或500美元）。通常，货币市场存款账户每月只允许开3次支票（对任何数量而言）。[①] 货币基金还提供有线划拨装置，允许资金完成隔夜划转。而且，因为货币基金通常都是大型共同基金管理公司或券商的一部分，所以它们是等待进入更加永久性的投资之前以高收

① 银行确实提供所谓的超级NOW（可转让支付命令）存款账户，它允许持有者无限制地签发支票，而且这些账户对于那些满足最低存款要求的投资者十分有用。然而，超级NOW（可转让支付命令）存款账户的利率却要大大低于货币市场存款账户的收益率。

益率存放资金的理想场所。最后，你很可能会发现货币基金仅仅投资于免税证券，这样做的原因在于使那些处在高税收等级的投资者也能获得相当高的税后收益。我在下面将会讨论这些免税的货币基金。



版权属于兰迪·琼斯(Randy Jones)。授权复印。

银行存款单

与此同时，银行也在向投资者提供期限种类繁多的存单。这些投资工具的收益率通常要高于货币市场存款账户或货币基金的收益率。每个购买者100 000美元(加上你的配偶将是200 000美元)以下的这类存单将由政府提供担保。因此，这类存单甚至要比货币基金更加安全，并且对那些有能力将其流动资金锁定至少6个月以上的投资者来说，它实在是一种绝佳的投资工具。

然而，任何事物都不是完美无瑕的，存单也有许多它自身难以克服的缺陷。首先，在购买银行存单之前，你需要有大量的“储备金”——通常是10 000美元。其次，与持有货币基金单位不同，你不能随心所欲地凭借存单来签发支票。更重要的是，如果你提前撤出资金的话，将会面临数额庞大的惩罚，这与生活中的其他方而有着异曲同工之妙。假使你坚持在到期前赎回存单，那么联邦条款明确规定，最小的惩罚将是一个月的利息损失。一些银行可能会施以更为严厉的处罚。最后，银行存单的收益是需缴纳联邦和地方所得税的（现在，直接从财政部获取的国债是免税的）。



资料来源：cartoonbank. com，李·洛伦兹（Lee Lorenz），1984年。所有权利由纽约人联合社（New Yorker Collection）保留。

免税货币市场基金

对一些投资者来说，免税的货币市场基金也许是有用的，尤其是对那些需要支付最高边际税率的投资者以及生活在征收高额所得税的州的投资者而言将更为重要。此前描述的所有投资工具的一个共同劣势在于利息是完全课税的。处于较高税收等级的投资者发现，即使他们可以拿到最高的收益率，但在纳税之后也无力去补偿通货膨胀的损失。这种情况导致了免税货币市场基金的出现。

这些基金投资于短期、优质、免税的证券组成的投资组合。它们每天都为投资者创造免税的收入。像普通的货币市场基金那样，它们能够提供即时的流动性，并免费签发大额支票(250 美元或更多)。在《漫步者地址簿》中，我给出了一些"精品"基金。免税基金的收益率要大大低于应税基金。然而，处于较高税收等级的人会发现，从税后的角度看，这些基金能够提供比普通货币基金更加诱人的回报。

如果你住在一个所得税率较高的州，那么你可能想购买有一只仅仅持有当地实体机构所发行的证券的基金。就以纽约市政当局发行的免税债券为例，它会在其他的州被课税。因此，对一个试图免遭联邦政府和州政府双重征税的加利福尼亚人来说，惟一的出路就是去购买仅仅持有加州当地证券的基金。幸运的是，现在已经出现了一种只投资于某个州所发行证券的免税货币基金(或债券基金)，但并不是每个州都存在这样的基金。你

应该给诸如“富达”或“先锋”一类的基金公司打电话，以核实在你纳税的州里是否存在此类基金。

练习5：漫游债券王国

让我们面对现实吧！从第二次世界大战到20世纪80年代早期，债券始终都是存放资金的一个糟糕透顶的地方。通货膨胀已经毫不留情地将债券的真实价值吃得一干二净。例如，在70年代早期以18.75美元购入美国储蓄债券的投资者会在5年后以25美元将其赎回，令他们万分沮丧的是，他们在事实上已经丧失其实际的购买力。真正的麻烦在于，虽然5年前投资于债券的18.75美元能让一个人两次加满它的油箱，但是到期后拿到的25美元却连一个油箱都装不满。事实上，投资者的实际收益率是负的，因为通货膨胀侵蚀购买力的速度已经超过了复利的增值速度。很少有人会想到，许多投资者早已把债券(bond)视为难以启齿的四个字母的单词了。

实际上，美国的储蓄债券计划——原本寄希望于用来激发炽热的爱国主义和良好的公民意识——已经成了一场可耻的偷窃。EE系列储蓄债券的利率要远远低于20世纪60年代末和20世纪70年代的通货膨胀率，甚至都赶不上政府在公开市场上发行的普通债券收益的一半。不幸中的万幸，政府改善了美国储蓄债券的条款，以便使其给予投资者的回报能够达到国债在公开市场上支付给基金的收益率的85%。在税收上，债券拥有一些明显的优势。此外，就像我下面将要说明的，它还能提供一

些更具吸引力的投资机会。

当然，因为它们的利率不足以抵挡来势汹汹的通货膨胀，所以，在60年代、70年代，其他的债券也不是什么好的投资品种。投资者恐怕不知道30年前的恶性通货膨胀是怎样一个情形。你不妨回忆一下本书第二部分。市场总是相当有效的，除非债券的收益能够为美元购买力的预期损失提供一定程度的补偿，否则现在的投资者就会拒绝购买债券。在20世纪90年代后期，公开市场中的高品质长期债券能够产生6.5%～7%的收益率。这样的收益可以轻松地战胜2%的长期通货膨胀率（在20世纪90年代后期的实际利率），并且为投资者提供一个高于通货膨胀率4.5～5个百分点的实际回报。当然，实际长期通货膨胀率远远大于债券收益中隐含的2%的通货膨胀风险溢价的可能性总是存在的。但是，正如我在下一章中将要谈到的，它们所许诺的4.5～5个百分点的实际回报已经向你提供了一个较为合理的安全保障。

在我看来，有4种债券在你购买时尤其值得考虑：(1)零息债券（在事先决定的期限内，允许你锁定一个高收益），(2)债券共同基金（允许你购买债券投资组合的份额），(3)免税的债券和债券基金（对那些身处高税收等级的人来说，是非常幸运的），(4)美国防通货膨胀型国债（TIPS）。

零息债券能在将来产生大量回报

假设你被告知可以在当前投资10 000美元，而且政府保证你能够在20～25年后拿回目前数额5倍以上的

回报，你也许会心存怀疑，但是，通过使用零息债券，积累这样一笔50 000美元的财富将不再是天方夜谭。

由于债券持有者不会定期收到利息，这和普通的支付利息的债券有所不同，所以这些证券被称为零息债券或简称为"零"。取而代之的是，这些证券是以低于面值的一个较大折扣(例如 80%的折扣率)贴水出售的，进而在随后的时间里逐步地恢复面值或者平价。如果一直持有至到期，投资者将获得债券的全部面值。这些债券的投资期限从短短两三个月到近三十年不等。在 90 年代后期，长期零息国债的收益率始终保持在每年 5.5%～5.75%的水平。

零息债券最大的魅力在于购买者不会面临再投资的风险。当然，通过将息票在其发行期内用作再投资，你也可用普通附息债券合成零息债券。事实上，在进行到期收益率的计算时，我们通常假定以一个恒定的利率将利息用于再投资。然而实际上，息票再投资的收益率往往是下降的，以至于实现的到期收益率经常是更低一些。零息国债保证一个投资者的资金将按照到期收益率被连续不断用于再投资。这样，零息债券提供了一个在接下来的数年中锁定高收益的便捷方法。

零息债券的主要缺陷在于，国税局会要求需纳税人每年公布其来源于债券购买价格和平价之间差异的收入。然而，对于那些在 IRAs 或 Keogh 计划中持有零息债券的投资者来说，这一规定就不是不可或缺的。在此情况下，投资者可以递延全部税收直至退休。因此，零息债券是适于退休计划的理想工具。

以下是两条忠告。经纪人常常会向那些购买小额零息债券的投资者收取高昂的佣金。因而，为了确保得到一个最好的报价，向 2 到 3 个经纪人询问 20 年零息债券的净收益率将是非常有价值的。就像下面我将在练习 9 中谈到的那样，佣金率不是随机的，而且货比三家通常能给你带来意想不到的好处。除此之外，你应该知道，只有当你把债券一直持有至到期时，按面值赎回才是有保证的。也就是说，在持有期间，价格会随着利率的改变而大幅的波动。

免申购费债券基金是理想的个人投资工具

开放式债券(共同)基金不仅提供了零息债券的长期优势，而且买卖起来也更加的便利和经济。我列在《漫步者地址簿》中的此类基金全部是投资于长期证券的。虽然不能保证你能以恒定的收益率再投资你的利息，但这些基金确实可以向你提供收入的长期稳定性，而且它们特别适合于那些靠利息度日的投资者。

债券共同基金通常是持有一个高质债券的分散化投资组合。从本质上说，此类基金单位的持有者等同于购买基金全部资产的一个单位，同时有权获得一个单位的投资收益。这样，小散户将能够与大型机构投资者同样享受到分散投资所带来的好处。

这些开放式基金可以无限量地发行基金份额，但与此同时，它们也必须准备好以单位净资产来赎回发行在外的份额，而赎回价则是基于所持债券当天的市场价格。许多基金会向投资者征收高达 5.75%的手续费或佣金

费。我向读者大力推荐的基金都是不收费的，也就是说，在你买入和赎回基金份额时，无需缴纳任何费用。因为债券共同基金的投资表现与其征收的费用全然无关，所以我只推荐不收费基金。为免费的东西付钱根本就没有意义。而且，对低费率的基金，我也是青眼有加。

在《漫步者地址簿》中，我列举了几种类型的基金：钟情于优质公司债券的基金和专门购买由政府国民抵押协会(GNMA)担保的债券构成的投资组合的基金。在几张单独的表格中，我还列举了投资于免税债券的基金(我将在下一个部分中加以讨论)和高收益债券指数基金。

所有列在《漫步者地址簿》中的基金(高收益率的基金除外)无一例外地投资于违约风险最低的高质品种。我个人比较看好GNMA基金。这些基金仅仅投资于GNMA(Ginnie Mae)的抵押转送债券。这些债券都有一批政府担保的抵押机构(退伍军人管理局(VA)或者是联邦住宅管理局(FHA))作为后盾，因此它们是美国政府无可推卸的责任。债券利息和本金支付来自于附属抵押品偿还的利息和本金。这些证券不仅仅是所有债券中品级最高的，而且其收益率也能与公司债券相媲美。抵押债券存在一个显而易见的缺点，原因在于当利率下降时，许多的房主会为其高利率的抵押品再融资，而且一些高收益的抵押债券也有提前偿付的可能。这一潜在的缺陷造成了政府担保抵押债券的收益变得十分高。然而，广泛投资于不同初始利率的抵押债券的共同基金为提前赎回的风险提供了一定程度的保护。因此，我认为在当今的债券市场上，Ginnie Mae 基金是一种极富吸引

力的投资品种。

对身处高税收等级的投资者大有裨益的免税债券

如果你所处的税收等级非常之高，那么应税货币基金、零息债券和应税债券基金也许只能在你的退休计划中派上用场。除了这些，你还需要有联邦和地方政府以及一系列政府权力机构（如口岸管理处或道路收费部门）发行的免税债券。这些债券的利息不被计入联邦所得税单的应税收入中，而且你所在州发行的政府债券通常也免交州个人所得税。

这种税收减免给联邦和地方政府提供了一笔为数不小的补助金，因为与债券全额课税时相比，它们能以一个较低的利率来发行债券。经济学家已经指出，这种补助是低效率的（按照这种说法，财政部付钱给联邦和州政府，然后由他们来发行应税债券将更加便宜）。但是，根据现行的法律，你没有理由不好好利用它。

到目前为止，如果你认真遵循了练习 2 的建议，你将明白市政债券是否与你的税收等级和收入需求相契合。90 年代后期，高品质的长期公司债券正在创造 6.5%～7%的收益率，而相同品级的免税债券却只有 5%～5.25%的收益率。包括联邦和州的个人所得税在内，假定你的税收等级（你收入中最后一美元的纳税比率——而不是平均税率）是 36%。下表显示，免税证券的税后收入要高出 77 美元，对你所处的税收等级来说，这无疑是比较好的投资。即使你处在一个较低的税收等级中，免税证券仍然可以给你带来好处，其程度取决于你投资

时市场中确切可得的收益率。

免税债券与应税债券的比较(10 000 美元的面值)

债券种类	支付的利息	应交税金(36%的税率)	税后收入
免税债券 5.25%的收益率	525 美元	0 美元	525 美元
应税债券 7%的收益率	700 美元	252 美元	448 美元

让我们来进一步观察由各类公共机构(例如口岸管理部门、道路收费部门以及能源部门)所发行的新长期收入债券。这些债券(称为定期债券)是一种非常有吸引力的免税投资工具。我建议你购买新发行的债券而非已经存在的品种,因为新债券通常有更高的收益率,而且可以使你免付交易费用。同时,我还认为你应当坚持购买被穆迪公司或标准-普尔公司的评级服务机构至少认定为A级的债券,以便将你的风险控制在一个合理的范围内。虽然这些定期债券通常要在20年或更长时间之后才会到期,但在发行后它们通常会有一个活跃的交易市场。因此,如果你想在以后出售这些债券,特别是当你持有单项债券的金额超过10 000美元的时候,你将可以轻松做到。

对那些睡眠质量不高的人来说,由银行、保险公司和券商的国际财团来承担违约风险的免税债券将是一个不错的选择。尽管它们的收益率要略微低一些,但其信用评级一般都是AAA。另外,也可以考虑所谓的AMT债券。这些债券仅要缴纳最小数额的可选择税(所得税),

因而对那些已经实现大量避税的个人并不具有吸引力。但是，如果你无需缴纳最低数额的可选择税（并且大多数人都不需要），你将从持有 AMT 债券中得到一些额外的收益。

回避那些序列债券（serial bonds）通常是明智的。这类免税债券的序列期限可能不下 30 个不同的年份，有时还要更多。如果你必须在到期前筹集资金，那么它出售起来一般要比定期债券困难一些。序列债券（尤其是短期品种）的收益率通常也要低于定期债券，这部分是因为它们对像需要支付较高所得税的银行之类的机构投资者特别有吸引力。除非你想在特定的时期进行投资，并希望将所持债券的期限与资金的需求时间加以匹配，否则你最好还是把这些债券留给机构投资者。所以，你需要向经纪人打听"新证券的发行时间表"。如果等上一个星期能使你买到新上市的高收益定期债券，那将大幅改善你的利息回报率。

你还应该知道债券的一个"不良"特性，那就是"虎头蛇尾"。正如我前面所提及的，如果市场利率上扬，则债券价格就将下降。但是，如果市场利率下跌，那么发债人经常会从你那里"召回"债券（提前偿债），而后以更低的利率发行新债。

为了保护自己，你应当确保你的债券中含有防召回的条款，以此来防范债权人提前"召回"旧债并以更低的利率来发行新债。许多免税收入债券都提供为期 10 年的召回保护。虽然在此后债券可以被召回，但通常会向你提供一个高于买价的溢价。你一定要去询问有关召回

保护的情况，特别是在市场利率水平高于正常情况的时候。

现在，你也可以买到一些很好的免税债券基金。我已经将他们列在《漫步者地址簿》中。然而，如果你有大量资金（25 000美元或更多）可投资于免税债券，那么我看不出你还有什么理由再去购买那些持有免税品种的基金，并支付相关的管理费用。如果你遵照已给出的原则行事，将投资范围严格限制在一些高质债券上，特别是那些被担保的债券，你也就没有必要通过购买大量不同的证券来实行投资多样化了。而且，通过直接投资，你会获得更多的利息回报。另一方面，如果你只有几千美元用于投资，你会发现买卖小额债券的成本是相当高的，而基金则能提供较好的流动性和投资分散性。除了列在表中的债券基金之外，还有一些仅投资于某个州所发行债券的基金，这样做的好处是能避开州政府和联邦政府的双重所得税。

畅销的TIPS：通货膨胀指数化债券

我们知道，不期而至的通货膨胀会给债券持有人以致命的打击。通货膨胀往往会导致利率上升，当利率上升时，债券价格就会下跌。更糟的还在后面：通货膨胀也会减少债券利息和本金支付的实际价值。现在，投资者可以用防通胀国债（TIPS）作为挡箭牌来抵御通货膨胀。如果它们被持有至到期，这些证券将能够免遭通货膨胀的侵蚀，而且确保持有人的投资组合保持其原有的购买力不变。这种债券会支付一个基本的利息（当前30年期

债券的利率是3.75%)。但是，与传统国债相比，利息支付会基于本金的数量，而后者会随着消费物价指数的上升而上升。如果价格水平在明年上升3%，则1 000美元的面额将增加到1 030美元，相应地，年度利息支付额也会从37.50美元增加到38.63美元——1 030乘以3.75%(实际上，利息支付是按半年期进行调整的)。当防通胀国债(TIPS)在30年后到期时，投资者得到的本金数额将等于经过通货膨胀调整的面值。因此，防通胀国债(TIPS)提供了一个确定的实际收益率，同时，本金偿付的数额也维持了原有的实际购买力。

目前，还没有别的金融工具能够万无一失地抵御通货膨胀。虽然房地产经常能在通货膨胀期间实现保值，但是黄金、钻石以及其他的商品却并不能提供有竞争力的长期回报，而且它们也不是必然随着一般价格水平的上涨而上涨。尽管普通股能给予投资者丰厚的长期回报，但在通货膨胀时期却常常遭受损失。防通胀国债(TIPS)也是伟大的投资组合分散家。当通货膨胀加速的时候，防通胀国债(TIPS)也将提供更高的名义回报，而此时股票和债券价格却可能下跌。因此，防通胀国债(TIPS)与其他组合资产之间关联度不高，进而它也是帮助投资者减少整个投资组合风险的独一无二的有效工具。

当TIPS于1997年最初出现的时候，我对它们的投资价值不以为然。最初的TIPS承诺向投资者支付3.375%的实际收益率。尽管当时的通货膨胀率只有2%，但普通国债还是产生了7%的回报。这样一来，普

通国债的定价就提供了5%的实际收益率——一个比TIPS更加丰厚的回报。然而，到了1998年末，30年期TIPS的实际收益率达到了3.75%，而传统长期国债的回报仍然停留在5%的水平。因此，由于TIPS拥有其他投资工具所没有的防通货膨胀的功能，所以它似乎反而提供了更加诱人的实际收益率。当然，如果通货膨胀率继续下降，那么投资TIPS无异于在旱灾刚刚开始的时候为洪水购买保险。但是，即使是通货膨胀保持在低水平（特别是当它开始加速的时候），TIPS仍旧能够为投资群体奉上一份有效的保单。

然而，TIPS却有一个税收上的明显弊端，这限制了它们的使用范围。TIPS收益的应纳税额将在息票支付和反映通货膨胀的本金增加时被征收，但问题是国债在到期前不会支付本金的增加数额。如果通货膨胀太高，小的票息支付可能不足以缴纳税款，而且这种不平衡将随着通货膨胀的加剧而日益恶化。因此，对纳税的投资者而言，TIPS还远称不上是理想的投资工具，最好也只是在有税收优势的退休计划中被使用。

你应该成为债券市场的"垃圾工"吗

债券市场能打破"风险与回报如影随形"的千古格言吗？绝对不可能！在大多数时候，所谓的垃圾债券（更低信用品级、更高回报的债券）能给投资者带来比信用品级较高的"投资级"债券高大约2个百分点的净收益。在90年代末，"投资级"债券产生的收益率为6.5%～7%，但"垃圾"债券却经常有9%或更高的回报。因而，即使

有2%的低品级债券不能按时支付它们的利息和本金而导致彻底的损失，低质债券构成的多样化投资组合也能比高质债券的投资组合产生一个更大的回报。正是缘于这个道理，很多投资顾问才会把高收益债券构成的充分多样化的投资组合视为一种明智的投资。他们发现高收益非常诱人，并且能够为蕴含其中的相对较大的投资风险提供足够的补偿。事实上，在1998年末，高风险债券与其较为安全的同类产品间的收益差额接近一个历史性的高度，这使得它们变得格外迷人。

然而，另外一派的观点却建议投资者“永远对垃圾债券说‘不’”。这些人将蕴含其中的风险看得太大了。自从80年代中期以来，作为大规模的公司兼并、收购、杠杆收购（主要是债务融资）浪潮的副产品，“垃圾债券”的发行层出不穷。它的反对者指出，信用品级较低的债券只有在经济繁荣时期才最有可能表现出它们的优势。但是一旦经济出现停滞或是滑入全面衰退的沼泽，你就得当心了。在这样的经济环境中，很多分析家都担心，低品级债券的违约比例可能会大于历史上曾经出现的情况——远远超过先前提到的2%。同样，低品级债券投资组合的净收益也低于高品级债券的投资组合。

所以，一个足智多谋的投资者应该怎样做呢？没有简单的万全之策。我们又一次看到，这个问题的答案部分取决于当你在承担较大的投资风险时，你是否还能进入甜美的梦乡。显然，高收益债券或“垃圾债券”的投资组合并不适合于失眠者。即使在进行分散投资的情况下，投资风险也是巨大的。而且，它们也不适合那些依靠

高收益债券作为其收入来源的投资者。当然，它们也肯定不适合那些尚未通过直接投资或购买共同基金以实现充分多样化的投资者。然而，垃圾债券总体的收益溢价确实较高，至少从历史的角度来看，它已经足以补偿违约所带来的风险。如果美国经济能继续保持在一个较高的增长水平并成功地避开"世界末日"，则那些能够容忍高风险并有机会实现分散投资的人们将可能持续不断地赚取那极具诱惑力的回报。为此，我在《漫步者地址簿》上列举了一些经过选择的高收益债券基金。

练习6：漫步从家开始：从计算房租开始热身

还记得斯佳丽·奥哈拉(Scarlett O'Hara)吗？尽管在南北战争结束的时候她已经破产了，但她还有自己深爱的种植园——塔拉。不管货币怎么样，好地上的好房子总是能保值。只要世界人口还在增长，对不动产的需求就会是一切防通货膨胀的手段中最让人值得信赖的基石。

100年前，亨利·乔治(Henry George)就感觉到了人们对不动产投资的强烈需求：

> 去吧！拿到属于自己的一块地，好好地持有它们……你无需再做什么。你可以悠闲地坐下抽口烟；你也可以像那不勒斯的流浪汉或墨西哥的麻风病人那样懒洋洋地躺着；你可以毫不费力地上九天翱翔，也可以舒舒服服地下五洋捉鳖。你无需为社会作出哪怕是一点儿贡献，10年后你一样会富裕起来。"

大体上看，乔治的建议最终被证明是相当英明的。

尽管计算起来纷繁复杂，但居住性的不动产的回报看上去却是相当丰厚的。虽然20世纪80年代末和90年代初的收益少得可怜，但其长期表现却是不容小觑的。但是，不动产市场不如股票市场那样高效。在股票市场上，可能有成千上百学识渊博的投资者在研究每一只普通股的价值；与此形成鲜明反差的是，也许只有屈指可数的几个买家会去评估某一块特定房产的价值。因此，个人财产总是难以合理的定价。最终，虽然在通货膨胀日益恶化时房地产的收益率看起来要比股票高，但是，在通货紧缩时，前者却又要比后者逊色几分。总而言之，不动产已被证明是既能提供丰厚回报又能出色抵御通货膨胀的理想投资工具。

对大部分人而言，最为自然的房地产投资莫过于单一家居住房或公寓房。你必须有一个安身之所，而且说实在的，买房比租房有着更多的税收优势。由于国会试图倡导拥有住房产权以及与之相联系的价值，因而它给予房主两项重要的税收优惠：(1)尽管租金不能从所得税中加以扣除，但两项与房屋产权密切相关的主要开支——住房抵押贷款的利息支付和财产税——却得以从税收中完全扣除；(2)(对共同所有人如配偶等人)房屋所实现的盈利500 000美元以下的是免税的。除此之外，房屋所有权也是迫使你进行储蓄的好方法，并且拥有一套属于自己的房屋还会带给你巨大的精神愉悦。我的建议如下：如果你力所能及的话，拥有属于自己的住房吧！

你怎样才知道自己是否能买得起呢？通常的经验法

则是：一个家庭不应将30％以上的收入耗费在抵押贷款的偿还上。我们不妨以长期固定利率的抵押贷款为例，这样计算起来会比较方便。如果你告诉贷款机构你所需要的数量和期限，那么他们就会帮你算出在当前利率下每月需偿还的金额。然而，在80年代上半期，当市场利率达到14％或更高的时候，每月偿还的贷款金额使许多家庭孜孜以求的美国梦——一套买得起的住房——化为泡影。于是，炙手可热的可调整利率抵押贷款粉墨登场了，也就是众所周知的ARM。截止到80年代中期，三分之二的家庭在通过ARM进行住房融资。

从字面上看，似乎存在着成千上万个种类各异的可调整利率抵押贷款，但它们的基本特征却是万变不离其宗，即合同利率可根据所选取的基准利率（如短期国债的利率）进行阶段性的调整。一般来说，ARMs的初始利率要大大低于固定利率抵押贷款。然而，房屋购买者仍然要承受利率在将来增加的风险。很多抵押贷款方面的专家已经发出警告，一旦利率水平在未来上扬，就很可能引发"支付冲击"——支付数上涨得如此厉害，以至于使家庭预算遭遇严峻的考验，更糟糕的情况是，高昂的利率迫使一些家庭不得不背井离乡。

幸运的是，现在的ARMs通常在利息支付上都存在一个上限。一般情况下，这个上限能有效地控制住每年利率调整幅度，比如说是1％或2％；或者是对总的利率上涨幅度设定一个终身或最大的利率上限，比如说是5％。尽管这些上限十分有利于消费者，但它们却时常会使投资者对证券品种产生错觉。例如，如果设有上限的

利息支付不足以补偿ARM所参照的利率指数的上涨幅度，那么房屋购买者有时就会面临所谓“负分期偿还”的情况。那个听起来就使人不快的短语意味着，如果你的每期支付不足以抵偿应付利息，则未支付的利息将被添加到你的抵押贷款中去。这样，你就会有更多的债务(代替损失)需要偿还了。结果导致你可能需要更长的时间来偿还贷款，或者将减少你从房屋售卖中获得的净收人。

正如你看到的那样，现在获得房屋抵押不再像从前那样简单了。在90年代后期，固定利率抵押贷款的利率水平降到了7%以下，并且很多人都决定要抓住这个非常诱人的机会。当利率比较低的时候，固定利率的好处将非同凡响。正如我在本书其他地方所建议的那样，货比三家绝对是物有所值的。市场上存在着名目繁多的投资和风格各异的安排，这值得你花费一番功夫去寻找最适合于你的买卖。每一个投资家庭都应该计划拥有自己的房屋。

练习7:利用不动产投资信托获利

在20世纪90年代末，美国金融市场的主要变化之一是把不动产所有权的利息融入不动产投资信托，或者称之为REITs(发音为reets)。从公寓房、写字楼到商业大厦都被囊括在REIT投资组合之中，并由职业不动产运作人进行管理。从本质上说，REITs类似于任何其他的普通股，它们在主要的股票交易所都有着活跃的交易。到1998年为止，美国REITs股票的资本市场总额超过

了1 500亿美元。这对那些想把商用不动产加进个人投资组合的人来说，简直就是天赐良机。

如果你想把投资组合向更加安全的地方转移，我强烈建议你把部分资产投资于 REITs。有很多理由可以解释为什么它们能在你的投资计划中扮演一个重要的角色。

首先，不动产所有权在过去的 30 年中产生了与普通股票大致相当的投资回报。同样重要的是，不动产是创造第八章所描述的分散投资收益的理想工具。因为不动产的收益率于其他资产之间只有很小的相关性，所以，将投资组合的一部分投人不动产能够减少你投资计划的整体风险。在第八章，我已经向你展示了，这些低相关性在整个 90 年代一直在延续着。并且，在抵御通货膨胀方面，房地产通常要比普通股更加值得信赖。在通货膨胀恣意妄为的 70 年代，不动产的投资回报要远远高于许多股票市场的指数。最后，在 90 年代后期，不动产的定价似乎要比蓝筹股更加合理。从市场一般水平看，普通股的市盈率和市净率水平相对偏高，而股息收益却是异常的低。相形之下，REITs 股权的股息收益率却平均保持在 6%～8%的水平。

当考虑到它们的税收优势时，REITs 看起来会更加出色。平均而言，REIT 红利的四分之一被视为用作税收目的的资本回报。因此，投资者用不着按照潜在的 39.6%的最高税率来纳税，取而代之的是，部分红利可用来减少投资者在 REIT 上的税基。这样的好处在于，投资者可将从属于正常个人所得税率的收人转换为税负较

轻的长期资本利得，而后者的税款将被递延到股票出售时再行缴纳，甚至是作为遗赠而被完全免税。当房租日益上扬并且 REITs 发现拓展投资组合的良机时，红利理所应当也会增加，而额外的资本利得也将得到实现。除此之外，许多 REITs 允许在无交易成本的情况下将红利用作再投资（以及适当地增加资金投入），在某些情况下，甚至还会有 5%的折扣。

然而不幸的是，对个人投资者而言，从成千上百家引人注目的 REITs 以及在 90 年代后期如潮水般涌入市场的新 REIT 中进行遴选的工作实在是工程浩大。而且，单独一家 REIT 不可能实现财产类型和地域分布的多样性。所以可以肯定地说，个人投资者多半会因为错误地购买了某家 REIT 而折戟沉沙。然而现在，投资者可以利用蓬勃发展的不动产共同基金来为他们做这件事。不动产共同基金从现有的投资品种中进行筛选，而后组成一个分散化的 REITs 投资组合，以此来确保财产类型和地域分布的广泛多样性。而且，无论什么时候，只要投资者愿意，他们都可以出售手中持有的基金份额。房地产共同基金的一个代表性样本已经被列在下面的表格中。

这些基金为个人投资者将其部分资金用于不动产提供了一个非常便利的投资工具。想要了解各家基金的招股说明书和申请条件的投资者可以拨打列在基金下方的免费电话。

尽管不动产向个人投资者提供了颇为吸引人的分散投资的好处，但你万万不可掉以轻心。与普通股一样，不动产和 REITs 的价格也会出现大幅的波动。如果你是

关于不动产共同基金的一些信息

基金名称	出售费用	成立时间	费率	1998 年资产（百万美元）	1 年期收益率(%)（到 1997 年 12 月 31 日）	3 年期收益率(%)（到 1997 年 12 月 31 日）	风险衡量(Beta)
富达不动产（800-437-9912）	No[a]	1986	0.90	1 834.94	6.82	19.22	0.29
科恩-斯提亚斯不动产（800—437—9912）	No	1991	1.05	2 771.11	6.53	19.73	0.22
CGM 不动产（800-345-4048）	No	1994	1.00	569.00	6.09	23.49	0.28
先锋 REIT 指数基金（800-662-7447）	No	1996	0.24	1 240.00	7.74	N/A	N/A[b]

a：如果在购买后 90 天内要求赎回，收取 0.75%的赎回费。

b：Beta 的计算通常只限于拥有至少三年数据的共同基金。

在 80 年代房地产投机热的顶点或 1997 年的高潮时购买了 REITs，你一定会感到失望之极。对投资者来讲，REITs 的一个潜在陷阱在于，像其他普通股那样，它的定价也有可能大大超过其附属在投资组合中的房地产的真实价值。REITs 的价格是在 90 年代中期新品种大量上市的情况下被抬高的。对房地产开发商和那些借机炫耀自己所持不动产的金融机构来说，这样的形势实在是百年难遇。它们正好把不动产（经常是鱼龙混杂）塞进 REITs，然后再卖给公众。REITs 的经理收到了丰厚的年费，而 REIT 的定价则大大超过其实际附属资产的真实价值。

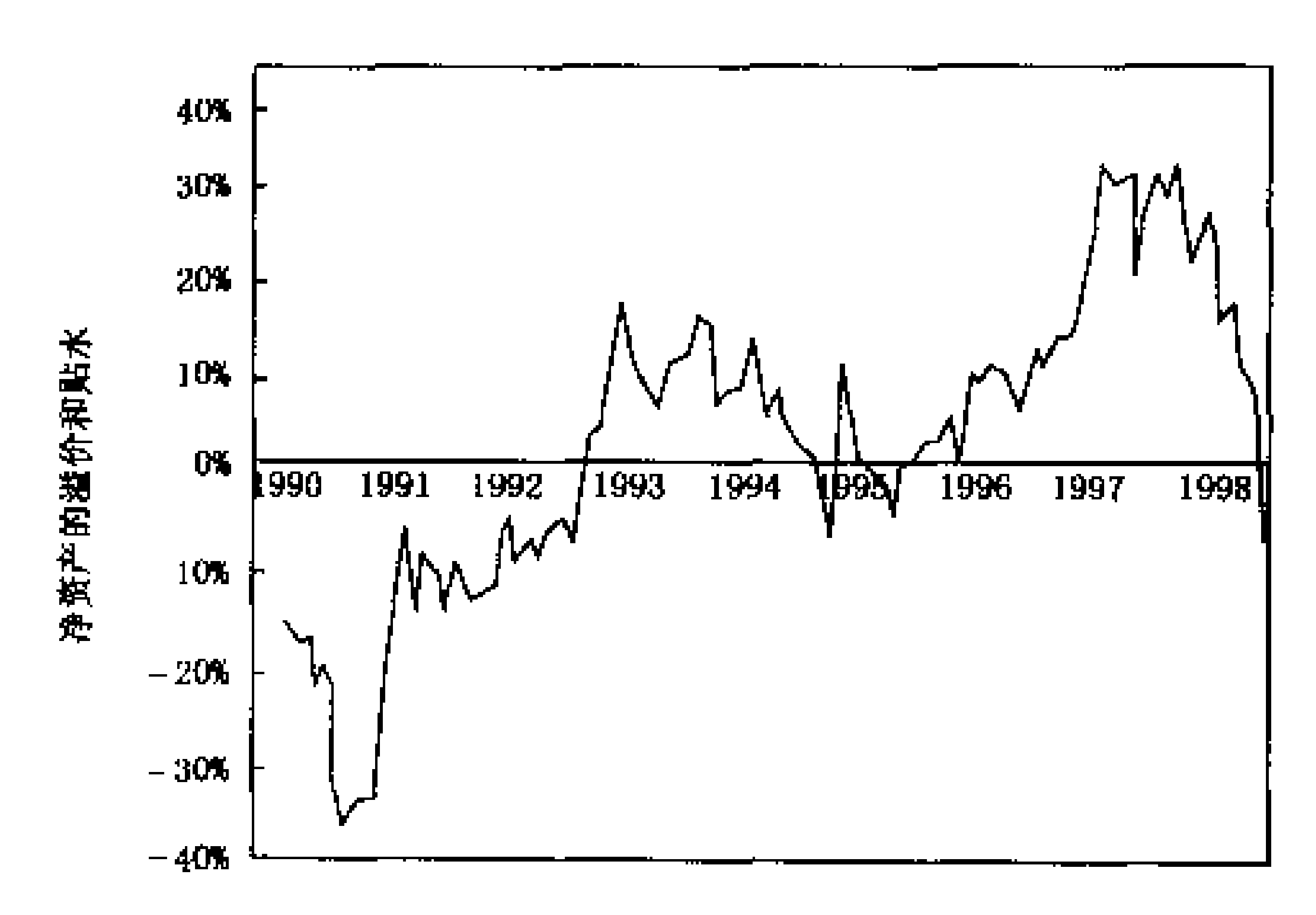
绿色大道顾问公司(Green Street Advisors)是一家不动产研究机构，它们通过比较不动产在 REIT 市场上的定价（REIT 股票的市场价格）和在私有财产市场上的定价（财产活跃的换手价格和私人购买者的估价）的差异来监测这些溢价。下图显示了整个 90 年代里的各种溢价或折扣。我们看到，当投资者热衷于 REITs 的时候，相对于他们在私人市场上持有的房地产价值而言，公开市场上的价值就会飙升。

记住，从长期来看，REITs 与它们所持财产的命运息息相关。那些喜欢在投机热情高涨时买入投资工具的人则应更加小心地接近 REITs。对投资者来说，REITs 是神奇的投资工具，这与梅·韦斯特(Mae West)的世界观不同，他认为事物总是盛极必衰。就像 80 年代中期休斯敦的一句流行谚语所说的，“主啊，再赐予我们一口油井吧，我们发誓不再肆意挥霍。”尽管不动产是值得信赖

的资产，并理应在个人投资组合中占有一席之地，但是，这个行业曾在过去铸下大错，而且毫无疑问，它还会在将来重蹈覆辙。幸运的是，到 1998 年夏末的时候，REIT 的公开市场溢价已经变成了折扣，而且 REIT 的市场定价也已经相当合理了。我认为所有的投资者都应该在他们的投资组合中持有一部分 REIT。

在我们离开这个错误的观点之前，需要向读者提出一类值得警惕的人，那就是每天深夜在有线电视上鼓吹房地产投资的专家们，他们向投资者许诺，购买不动产可以使你在不承担任何风险的情况下获得滚滚而来的财富。我奉劝你千万不要购买他们的著作和手册，而且一定要避开那些会使你走向破产甚至是锒铛入狱的暴富计划。天才的金融专栏作家简·布莱恩特·奎因(Jane Bryant Quinn)对他们所兜售的计划和材料进行了广泛而深入的研究，进而得出以下结论：

> 我发现，这些计划会让人误入歧途，而且大都玄妙诡异、漏洞百出。在某些情况下，甚至是非法的。这些沿街叫卖的致富美梦——你能在没有信用，没有工作，没有经验，甚至是在刚刚破产之后购买到有利可图的财产——连第一轮资产负债表的检验都无法通过。这些投资导师为自己赚来了罗尔斯·罗伊斯轿车以及镶有钻石的粉色戒指，但它们并非来源于不动产投资，真正的秘密在于你口袋里的现金。



房地产的公共定价和私人定价的对比[①]

资料来源:绿色大道咨询者公司。

练习8:在黄金和收藏品的投资世界里前行

在本书的前几版中,我对将黄金和其他"实物"视为投资品的观点抱有很深的成见。在80年代初,黄金价格一举逾越了每盎司800美元的大关。璀璨夺目的钻石,熠熠生辉的黄铜、白银之类的稀有金属,工艺品、地毯和瓷器等收藏品全都成为了流行的投资工具。

出版商也没有错过这股金色的潮流,五花八门讲述"如何战胜通货膨胀"的畅销书纷纷跃入人们的视野,叫嚣着"投资证券不如投资实物"。这种理论的基石在于,由于每个人都需要消费"实物",因此,如果想要保存实际

① 该图显示了REIT价格相对于私人定价的溢价或贴水。

的购买力，你就应当拥有特殊的商品。这就好比，如果你要吃盒装快餐、开本田“雅阁”，那么你保存实际购买力的方法就是储藏盒装快餐和本田“雅阁”。这里有一些建议。事实上，在饱受恶性通货膨胀煎熬的国家，人们常常能够看到中产阶级邻居的后院里停满了轿车，因为人们能够通过积累这类物品来抵消通货膨胀对他们储蓄的负面影响。

但是，问题在于“实物”并不能经常为你带来类似股息回报的现金流。而且，他们的储备和保养费用高得惊人，更有甚者，它们还可能变质。停放在后院里的本田车可能会生锈，而在冰箱里冻了3年之久的盒装快餐也许已经有了异味。因而，我比较青睐那些能在抵御通货膨胀的同时产生回报的资产，这也是我钟情不动产和普通股的缘由。

然而，不能否认的是，对于那些经济上的偏执狂而言，1979年的黄金市场是令人回味无穷的。那些曾经对年初每盎司300美元以下的黄金嗤之以鼻的人却不得不吞下短视的苦果，眼睁睁地看着金价超过600美元。到1980年年初，黄金价格一路飙升——直逼每盎司900美元的整数关口。相形之下，那些终日为世界末日忧心忡忡的人则是欣喜若狂，因为长久以来，他们一直在不遗余力地推荐完全由黄金构成的投资组合。高不可攀的金价是令人不安的，而且我们也有充分的理由为其担心。

就像我曾指出的那样，黄金是一个理性世界里的野蛮投资。它不产生任何红利，而储藏的代价却相当之高。并且在脑海里，我总是将1979～1980年黄金价格的飞涨

和第二章所描述的历史上对郁金香球的狂热投机联系在一起，这让人感到很不舒服。我在 1980 年就说过，我一辈子也不会去炒黄金。“由子黄金价格通常与美国市场的变动趋势相背，所以投资黄金确实能够减少风险。然而，当市场沉浸于“郁金香投机”的狂热时，任何事都有可能发生。如果黄金能卖到 900 美元一盎司，那么它为何不能卖到1 800美元（或是 450 美元）呢？”但是，我仍然要给出自己的结论：以 80 年代的价格而言，黄金是“异常危险的投资品。”



我正在把所有的钱投向“实物”

资料来源：cartoonbank. com，李·洛伦兹（Lee Lorenz），1984 年。所有权利由纽约人联合社（New Yorker Collection）保留。

在 1998 年，黄金重新回到了每盎司 300 美元之下，这时我对黄金投资开始逐渐乐观起来，但还远谈不上热衷。尽管我反对将大部分资产投资于黄金，但在分散化的投资组合里黄金仍能发挥一定的作用。黄金收益率与

证券资产收益率之间关联不大，因而，甚至是最保守的持有比例（比方说在整个投资组合中占5%）都会有利于降低整个投资组合的不确定性，这一点已经清楚地体现在了第八章中。如果通货膨胀卷土重来，黄金还可能产生更令人满意的回报。通过购买专门投资于黄金的共同基金，你可以轻松地实现小比例的持有黄金。

黄金价格反复无常的变动令我想起有一位狡猾的商人，他曾在沙丁鱼贸易中做成了一笔出色的买卖。他做得如此成功，以至于雇用了一名年轻的大学生来协助自己发展事业。一天，当这位青年招待岳父岳母吃晚饭的时候，他决定带两罐沙丁鱼罐头来做开胃品。在打开第一个罐头时，令他万分懊恼的是，这里而装满了沙子。接着，他开启了第二罐，结果里而一样装满了沙子。第二天，他把自己沮丧的经历告诉了这个商人，精明的商人狡黠地一笑，然后答道，“啊，我的朋友，那些罐头是为交易而做的，并不是拿来吃的。”

从某种意义上说，这则故事非常相似子黄金交易。实际上，所有的黄金贸易都为了囤积居奇或投机之用，以便金块能在以后按更高的价格加以出售。其实，几乎所有的黄金都不会被实际使用。尽管在制造假牙、珠宝首饰和其他一些专业性的行当中，黄金仍有少量的需求，但当前的黄金库存已经高达每年工业需求量的50倍——更不要说那些仍旧深埋于地下的黄金。在这种市场中，没有人能够说出价格的未来走向。保守地说，用黄金作为实现更加多样化的投资工具最多只有一个有限的作用。

其他的收藏品又是怎样的呢？它们不存在发生在黄金市场上的价格纠正机制，通常也不是适合门外汉的投资工具。就以钻石为例，它经常被描述为是每个人最好的朋友。但是，对于个人投资者而言，它却具有巨大的风险和其他的缺陷。投资者最好记住，买钻石是需要很高佣金成本的。此外，钻石的切割方式也是随着流行时尚在不断变化的。尽管拥有它并非难事，但你却很少能以批发价买到它。对投资者来说，判断其品质的难度也是非同小可，但可以肯定的是，你收到想卖钻石的人打来的电话将大大地超过想买它的人的电话。

现在，另一个流行的策略是投资收藏品。成千上万的推销员正在四处向人兜售从 Renoir 到地毯，从提芬尼灯到稀有邮票，从艺术装饰品到防晕机手提包的一切物品。我认为人们去购买他们所喜爱的"东西"本身是没有错的——上帝知道每个人各有所爱——但我建议你最好是单纯因为喜欢才去购买，而不要寄希望于它们能够升值。与流行的观念相反，艺术品和收藏品经过通货膨胀调整的价值通常不会增加。除此之外，当你在进行买卖的时候，庞大的佣金是必不可少的。假设你从交易商那里购买了1 000美元的收藏品；在扣除营业税和各类其他费用后，中间商往往能保留其中的 50%。而留给卖主的就只剩下 400 美元了。假设在 5 年后，该收藏品的市场价值从 400 美元增加到1 600美元，整整翻了 4 倍。现在我们再假定，你通过拍卖来出售你的收藏品，拍卖公司很可能会拿走 350 美元的佣金，然后再寄给你一张为1 250 美元的支票。在这段假想的情节中，你在 5 年后盈利

25%，这要低于银行大额存单(CDs)的收益率——而且这种计算结果还是建立在你的收藏品实现了天文数字般的4倍于原值的增值速度的基础之上的，而这几乎是一种不可能的事。

你不妨扪心自问，为什么每个人都是如此希望那些远离价值几乎会一定上涨的投资品。并且，别忘了，赝品和仿制品是如此的习以为常。收藏品的投资组合经常需要高额的保险费和无休无止的维持费——所以你是一直在付钱，而不是获得红利或利息。为了从中牟利，你需要有超人的独创性和独特的品味。当没人想要一级品的时候，你必须大胆的买入；而当狂热的公众开始竞相追逐的时候，你脱手的机会也就来临了。在我看来，大多数希望通过收藏来获利的人实际上都是在自寻烦恼。

另一个近来流行的投资工具是商品期货合约。你不但能买到黄金，而且还能通过合约来交割从谷物到金属，甚至是外汇的一切商品。它是一个快进快出的市场，内行能够从中获利颇丰，但一无所知的门外汉却很容易赔钱。我对业余投资者的建议是：不要勉为其难。

练习9：记住：佣金成本不是随机的，有些经纪商会更便宜

随着竞争性佣金时代的来临，你现在已经有可能以批发价来享受经纪服务了。在今天，许多经纪人将按一流经纪行标准佣金的90%的价格来为你执行股票买卖的指令。折扣经纪人会为你提供“物美价廉”的服务，但

如果你想放手交给别人干，或是想得到有价值的投资意见和建议，或是想找到一个可以询问报价和其他信息的经纪人，则折扣经纪人就不再适合你。不过，如果你确切地知道你想买什么，那么折扣经纪人就能以比标准佣金低得多的代价帮你做到。不过需要肯定的是，你的折扣经纪人会认真负责地处理股票交易指令，如对 IBM（美国国际商用机器公司）或埃克森公司的股票进行买卖。实际上，一些折扣经纪人是在场外进行交易的，这导致你最终支付的净价格要比提供全面服务的经纪人所要求的更高。

找到一个折扣经纪人并非难事。只要你仔细阅读日报或是周刊的金融版，你将会发现他们那极为煽情的广告，标题常常是"为投资大众着想的佣金"和"除了（我们提供的）佣金，不再有任何折扣能够给你同样的（我们的）服务了"。如果纯粹是为了执行股票市场上的交易指令，你大可以考虑使用诚实的折扣经纪人。所有的折扣经纪人都受证券投资者保护公司（Security Investors Protection Corporation）保护，它为所有上限为100 000美元的账户提供保险。

如果你真的准备自己拿主意，你就可以使用个人计算机来进行决策，并实现证券交易电子化。电子化交易使你能够买卖成百上千的股票，而每笔交易只需支付 7.95 美元即可。在线股票交易是如此地简单和经济，以至于到 1998 年末差不多有 500 万投资者每天都在重复这样的操作。

然而，在线经纪人之间的差异在于他们提供服务的

程度有所不同。例如，DLJ Direct 能够提供出色的研究工具和与经纪人对话的可能性，但是使用起来相对较为昂贵。而一些要价最低的在线经纪人只提供为数极少的服务，并仅仅迎合那些活跃交易者的需要。下面的表格列举了儿家最大的在线经纪人。

一些在线的经纪人公司

公　司	网　址	电　话
美国交易	www.amertrade.com	800-454-9272
嘉信理财	www.schwab.com	800-435-4000
DLJ 指导	www.dljdirect.com	800 825 5723
E*交易	www.etrade.com	800-986-2575
富达	www.fidelity.com	800-544-7272

谈到佣金成本，你应该会注意到 90 年代发生在华尔街的一场被称为“打包账户”的革新。对于某个单独的费用，你的经纪人可以获得职业货币经理人的服务，而后者为你选择包括股票、债券乃至不动产的投资组合。经纪人的佣金以及咨询费被“包人”一个总费用之中。但问题在于，你将很难或者几乎不可能对经纪人为你选择的职业经理作出评价。更重要的是，“打包账户”所牵涉的成本也是相当之高。年度费用通常在 3%左右，也许还会有额外的执行费和基金费（如果这个经理使用了共同基金或者 REITs 的话）。由于上述种种费用，你实际上将不可能战胜市场。我在这里的建议是回避“打包”。

练习 10:进行多样化投资

在这些“热身运动”中,我们已经讨论了大量的投资工具。在漫步华尔街的整个历程中,最重要的部分是要把我们带到大道的拐角处——让我们能够认真思考有关股票的较为明智的投资策略。这段漫步的指南被放在了最后三章中,因为我相信普通股是构成大部分投资组合的基石。然而,在我们最后的热身活动里,我们不妨回忆一下现代投资组合理论中一条重要的经验——分散投资的优势。

《圣经》式的格言说“顾问云集的所在是安全的。”投资亦是如此。分散投资能够减少风险,并在最大限度内帮助你实现一个符合投资目标的理想的长期回报。因此,在每一个投资领域,你都应该持有各式各样的投资品种。虽然普通股应该构成你投资组合的主体,但它们不该成为惟一的投资工具。无论你的投资目标是什么,聪明的投资者总能学会多样化投资。

期末检查

现在,想必你已经完成了所有的热身运动,让我们花些时间做一下最后的总结。经济学家创立的定价理论和从业人员记录的投资表现共同引导出这样一个简单的结论:致富无捷径,致富亦无坦途。想要得到高回报,必须承担高风险(也许还不得不损失一定的资产流动性)。

每个人承受的风险程度部分取决于他的人睡点。下一章将讨论股票和债券投资的风险及回报，它将帮助你决定你所期待的来自不同金融工具的收益种类。其实，你能承受的风险还显著地受到你的年龄以及非投资收人的来源和可靠性的影响。第十三章——“生命周期投资指南”——将会更加清楚地告诉你如何来决定投资于普通股、债券和短期投资的不同比例。最后一章将提供一种特定的股票投资策略，它将使业余投资者获得和职业投资者一样乃至更好的投资收益。

第十二章

金融竞赛的障碍：理解和预测股票与债券收益

透彻了解过去的人不会对现在采取悲观或者绝望的看法。

——托马斯 B. 麦考利《英格兰史》[①]

本章教你成为金融市场的下注者。读了它不能使你预测未来，任何其他人都做不到，但它可以提高你资产组合的盈利可能。这一章很重要，因为你赌的是你自己的钱。虽说股票和债券的价格水平，这两个决定财富净值的最重要因素，肯定是你所不能完全控制的，但采用我的方法会有助于设计满足您金融需要的投资方案。

① 拉马斯·B.麦考利(Thomas B. Macauley 1800—1859)，英国历史学家、文学家——译者注。

决定股票和债券收益的因素

普通股的长期回报决定于两个主要因素：购买时候的红利率和未来红利增长率。原则上，对于准备永远持有股票的股东，普通股的价值应该等于未来红利现金流的“现值”或“贴现值”。记住，“贴现”的意思是明天的1美元不如今天手头上的1美元。

股票投资者购买的是企业的所有权，希望从中获得不断增长的股利。如果公司今天支付非常少的红利，而把大部分利润（甚至全部）用于再投资，投资者会自然地假定再投资会提高未来红利增长率。

红利流的贴现值是计算个股和大盘长期回报的简明公式[①]：

长期股权投资收益率＝期初红利率＋红利增长率

例如，从1926年到1997年，普通股票年均回报率约为11%。1926年1月1日大盘的红利率略高于5%，红利的长期增长率也大致为5%。这样，把期初的红利率加上增长率就得到实际回报率的近似值。

在更短的时期里（例如一年或几年），第三个因素对收益率的决定更为重要。这就是估价等式（valuation relationships）的变化，特别是股价—股利倍数的变化或价

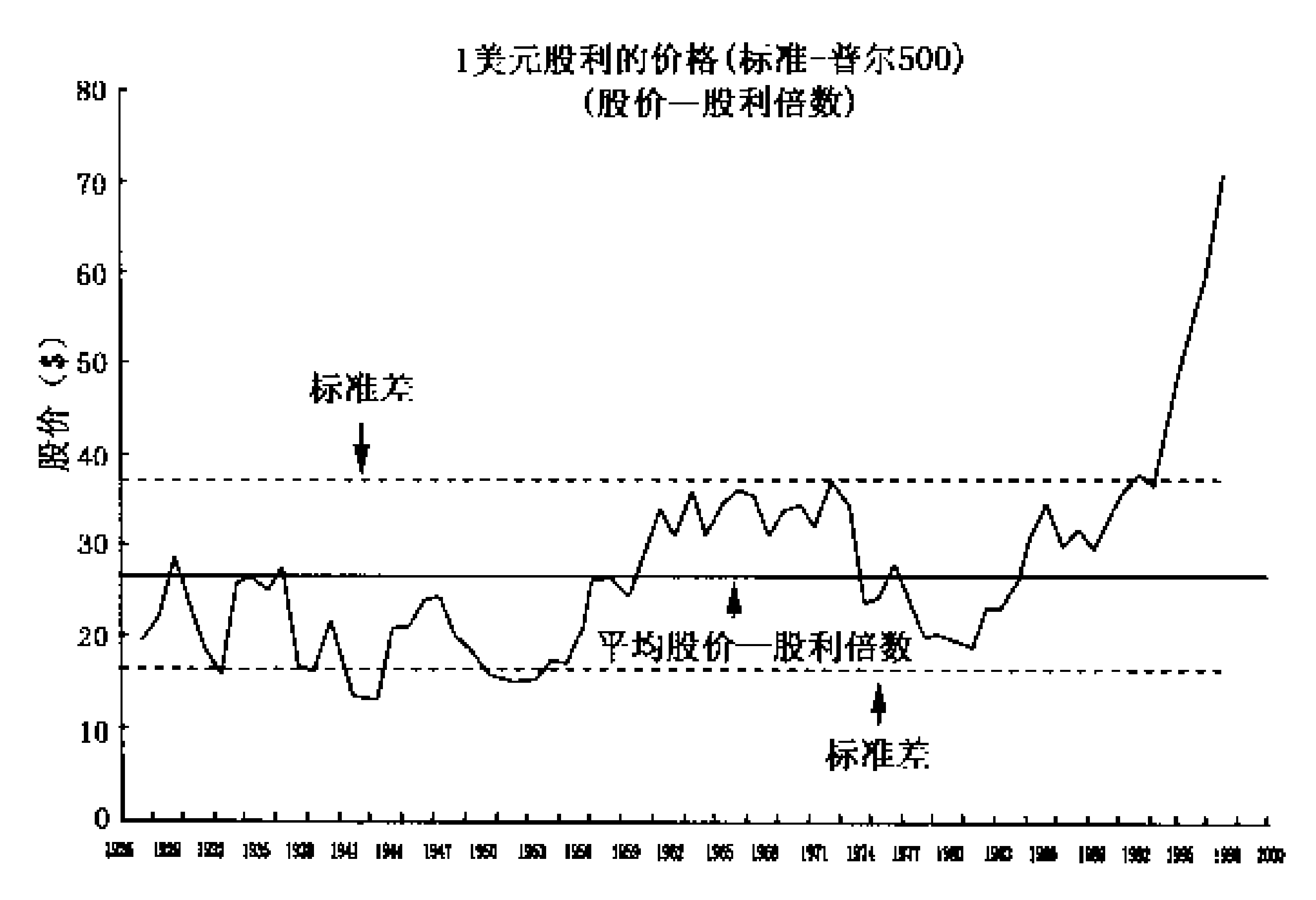
① 本公式可以从股票价值等于其红利贴现值这一理念出发进行数学推导得出。

格—收益倍数(市盈率)的变化[①](股价—股利倍数的增减变动方向与普遍运用的市盈率变动方向相同)。

股价—股利倍数和股价—收益倍数(市盈率)在不同年份间大幅度变化。例如,在繁荣时期,比如 1929 年 10 月以前和 1987 年 10 月以前,股票的股价—股利倍数高达 35 倍(同时股价—收益倍数(市盈率)也非常高)。在 1998 年 7 月前,股价—红利倍数超过了 70。在萧条时期,例如 20 世纪 50 年代早期,股票的股价—股利倍数在 15 倍以下。另外,股价—股利倍数也受到利率影响。当利率低的时候,和债券相比较,股票倾向于以低的红利收益率或高的股价—股利的倍数出售。当利率高的时候,股票收益会变得更有竞争力。当然,更高的收益率意味着更低的股价—股利倍数。如同我们下面将要看到的那样(见下图),普通股股票近来最坏的年份是从 1968 年到 1982 年,每年的回报仅仅是大约 5.5%。股票以 3%的股息收益在这个时期开始的时候被出售,红利增长率是每年的 6%,稍微超过长期平均。如果股价—股利的倍数(并且红利收益)保持一定,股票将产生每年 9%的回报,伴随着 6%的红利增长率被转换成 6%的年资本增值。但是,红利收益的大量增加(价格红利倍数以及价格收益倍数的下降)会把平均年回报减少 3.5%。

很多分析家怀疑 20 世纪 90 年代的红利是否仍然和过去的红利相关。他们认为,现在的企业越来越倾向于

① 股价—股利倍数其实就是红利率的倒数。一只红利率为 5%的股票,其股价—股利倍数为 20 倍。



注:图中实线为 1926 年来的指数值。虚线代表平均值上下一个标准差。

资料来源:约翰·伯格尔(John Bogle)关于共同基金的著作,显示了从 1926 年到 2000 年的股票的股价—股利倍数。

以股票回购形式回馈股东而不是增加红利。股票回购有两种解释:一种解释针对股东,另一种解释针对管理层。就前者而言,受到税法的影响,股票回购使股东利益增加。1997 年,长期资本利得税率减少到 20%以下,而红利税最高为 39.6%。股票回购导致发行在外的股票数量减少,每股收益上升,引起股价上涨。因此,股票回购会创造低税率的资本利得。加之,资本利得能够延迟到股票被卖出时获得,如果被遗赠的话,它甚至能彻底避税。这样,维护股东利益的经理层当然希望从事回购而不是增加红利。

对管理层而言，股票回购更为有利。对管理层的主要补偿来自股票期权买卖，经理层股票期权只有在股价上涨的时候才有价值。而股票回购是导致股价上涨最简单的方法。增加股票期权的价值可以使经理们获得更多的利润，而大比例的红利分配则导致利润大部分进入股东的口袋。从20世纪40年代到20世纪70年代，公司利润和红利几乎同比率增长。然而，在整个20世纪的最后的10年里，利润比红利增长得更迅速，换言之，红利支付率(利润中用于红利分配的百分比)下降了。这样，不采用红利增长率或者股价—股利倍数的变化，而用利润增长或者价格—收益倍数(市盈率)作为分析重点的意义就显而易见了。

为阅读方便起见，我打算采用利润增长进行分析[①]。但这并不意味着股利已经没有讨论的价值。从某种意义上说，关于税收的讨论对大部分股票投资者而言是没有意义的，他们或者是免税的机构或者是退休基金，或者大部分股份是在红利免税的退休计划中的个人。此外，很多回购并不导致在外股份的减少，而只是冲抵了经理层行使股票期权导致增发的部分。最后，有人可能会想，在股市增长放缓的年代，股利的重要性会不会上升。红利不止一次地在市场不是那么高涨的时候显示出一点收益的光泽。

债券的长期回报比股票回报更容易计算。从长期看，投资债券的收益约等于购买时已经确定的到期收益

① 通常，现值公式是用股利增长率推导的，但也可以采用利润进行推导。

率。对于零息债券(无期中利息支付、到期还本付息的债券),假定没有违约并且被持有到期满,赎回价格与购买价格的差价就是投资者得到的收益。对于附息票债券(要进行定期利息支付的债券),收益率计算有一些小小的变化。这取决于两点:第一,息票利息的再投资利息率;第二,市场利率是上升或是下降,前者导致资本损失,后者产生资本利得。但是,对于持有债券到期的投资者而言,初始收益率仍然是一个非常有用的评估方法。当债券不被持有到期满的时候,评估债券回报变得较为困难。利率变化(债券收益率)成为决定债券在持有期间净回报的主要的因素。例如,当利率上升到 8.5%的时候,假定投资者购买了 10 年期利率为 8%的零息债券,然后第二年卖出它。在这种情况下,投资者获得的不再是 8%的年回报,而是 3.5%左右的回报。原因是当利率上升时,债券价格下跌,使现在发行的债券比那些已经发行的债券更有竞争力。利率增加 0.5%将引起债券的价格下降 4.5%,导致净回报减少的资本损失。记住,不持有债券到期满的债券投资者可能获益也可能损失,这取决于利率的变化。债券投资者在利率上升时遭受损失,而在利率下降时却能够获得利益。

通货膨胀是对于任何金融资产都是导致损失的罪魁祸首。在债券市场中,通货膨胀率的增加无疑会带来损失。为了说明它,假定没有通货膨胀并且投资者持有收益率为 5%的债券,那么投资者在没有通货膨胀的净收益为 5%。现在假定通货膨胀率从零增加到每年的 5%。如果此时投资者还需要保持 5%的实际回报率,那么债

券利率就必须上升到10%。只有那时，投资者才能收到5%的回报。但是，这意味着债券价格将会下跌，并且那些先前购买了收益率为5%的长期债券的投资者将蒙受较大的损失。通货膨胀是债券投资者致命的死敌。

原则上，普通股应该是抵御通货膨胀的有效手段，而且股票不会因为通货膨胀率的增加而产生损失。至少从理论上说，如果通货膨胀率上升1%，那么包括工厂、设备和存货在内的全部实物资产价值都应该上升1%。从而，收入和红利的增长率应该与通货膨胀率保持同步。因此，即使债券收益率会随着通货膨胀率的增加而上涨，进而提高了债券的竞争力，普通股的必要收益率也会相应的增加，但是，必要的股息收益率(或者股价—股利比率)将不会有所改变。这是因为预期增长率会和预期通货膨胀率保持同比例的上升。然而，在实践中，这些真的会发生吗？我们将在下而的内容中进行检验。

金融市场收益率的三个时期

现在，让我们来研究一下近期发生在股票和债券市场上的三段不同的历史，然后看一看我们是否能够理解投资者在以上讨论过的收益率决定因素上的所作所为。我根据第二次世界大战后股票市场上收益率的三次大幅波动划分这三个时期。下面的表格显示了这三个时期以及相应的股票和债券投资者的年平均收益率。

美国债券和股票的回报一览(年均回报)　　单位:%

资产分类	时期1:1946年1月～1968年12月(舒适的年代)	时期2:1969年1月～1981年12月(焦虑的年代)	时期3:1982年1月～1998年6月(繁荣的年代)
普通股(标准-普尔500)	14	5.6	18
债券(高信用等级长期公司债券)	1.8	3.8	13.5
平均年通货膨胀	2.3	7.8	3.4

时期1,我称之为舒适的年代,它涵盖了第二次世界大战后高速增长的时期。在此阶段,股票持有者辉煌的战果彻底粉碎了通货膨胀的压力,与此相反,债券持有者的收益率则要明显地低于通货膨胀的一般水平。我把时期2称之为焦虑的年代:由于成千上万在婴儿潮时期成长起来的年轻人所产生的广泛的反社会情绪,以及越南战争造成的经济上和政治上的不稳定,加上原油和食物价格的上涨而引发的通货膨胀,所有这些统统交织在一起为投资者营造了相当不利的氛围。所有的人都在劫难逃:股票投资者和债券投资者无一幸免。在第3个时期,也就是我所谓的繁荣期里,婴儿潮一代日趋成熟,和平占据了主流,一个无通货膨胀的好年景应运而生。这是股票、债券持有者的黄金时代。在此之前,他们从未有过如此丰厚的回报。

时间段划分完毕之后,让我们回过头来看看收益率的决定因素在这些年代是如何发展的,尤其是要弄清楚究竟是哪些因素引发了定价关系和收益率的变化。读者们不妨回忆一下股票收益率的决定因素:(1)购买股票时

的初始股息收益率;(2)公司盈利的增长率;(3)基于市盈率的定价变化。相应地,债券的收益率取决于:(1)债券被购买并计划持有到期满时的初始收益率;(2)利率变化和并不持有到期满的债券投资者的债券价格变化。

时期1:舒适的年代

消费者用疯狂购物来庆祝第二次世界大战的结束。在战争期间,他们忍受着没有电冰箱,没有汽车以及缺乏不计其数的生活必需品的痛苦;同时,他们还大肆挥霍着富有流动性的银行存款,创造了一个伴有通货膨胀的小高潮。然而,30年代大萧条的回忆是难以磨灭的。当需求开始疲软、严重的经济衰退被证实的时候,经济学家(那些悲观的学者)普遍开始担心,一场新的大萧条就在眼前。对于广为流传的衰退与萧条二者之间差异的定义,杜鲁门总统是要负一定责任的,因为他曾经说过:"衰退仅仅意味着你会失业,而萧条则是连我都会失去工作。"股票市场里的投资者注意到了经济学家们的悲观情绪,显然他们也开始担心了。1947年伊始,股息收益就异乎寻常地高达5%(价格与股息的倍数是20),而市盈率则始终在12倍左右徘徊,这要大大低于它们的长期平均水平。

然而,结果却是经济并未陷入到很多人所担心的大萧条之中。尽管时常伴随着轻微的衰退,但20世纪50年代、60年代的经济增长率还是相当合理的。肯尼迪总统早在60年代早期就提出了大幅减税计划,这在1964年(在他被暗杀后)得到了实施。由于减税的刺激和政府因越战而增加的开支,经济在较高的就业水平下蓬勃发

展。通货膨胀只有到这个时期结束后才真正成为一个问题。投资者逐渐变得更有自信了，到 1968 年，市盈率倍数超过了 18 倍，并且 S&P 股票指数的红利率已经回落到了 3%以下。这为一般的股票投资者创造了真正的舒适条件：他们的最初的红利较高，收入和红利都在以 6.5%～7%的增长比率合理地增长，并且，股价的进一步增长导致资本利得变得更丰厚了。下列的表格显示了在 1947～1968 年，股票和债券投资者的年回报构成情况。

股票和债券收益的变化(1947 年 1 月～1968 年 12 月)　单位：%

股票	初始股利率	5.0
	利润增长	6.6
	股价关系变动(市盈率增长)	2.4
	平均年回报率	14.0
债券	初始收益率	2.7
	利率上升影响	−0.9
	平均年回报率	1.8

不幸的是，债券投资者就没有那么好过的日子。从一开始，1947 年的初始债券收益就是比较低的。即使对那些持有债券到期的投资者而言，债券的回报也注定是比较少的。在第二次世界大战期间，美国固定了长期的国债利率，并且不允许超过 2.5%。这个政策使政府得以在战争中以低利息借款，减少了战争费用负担，一直到 1951 年才允许利率上升。因此，这种政策加重了债券投资者在整个时期里遭受的损失。在这段时间里，不仅早些时候的利率被人为控制在低水平，而且债券持有者还在利率被允许上升时遭受了资本的损失。这样，其结果

是债券持有者在这个时期的名义收益甚至都低于 2%，更不要说实际回报(扣除通货膨胀之后)了。

时期 2:焦虑时期

从 20 世纪 60 年代后期到 20 世纪 80 年代早期，出现了未预期的加速通货膨胀，成为对证券市场主要的影响因素。20 世纪 60 年代中期之前，通货膨胀微不足道：通胀率仅仅超过 1%一点点。而到了 20 世纪 60 年代后期，当我们在越南越陷越深的时候，我们遭遇了古典的"需求拉上型"通货膨胀：过多的货币追逐极少的商品，通胀率直奔 4%甚至 4.5%。

接下来，经济经受了 1973～1974 年原油和食品价格上涨的冲击。好像是古典的墨菲定律(Murphy's Law)在发挥作用：最坏的可能性总会成为现实。OPEC(石油输出国组织)试图人为地制造原油短缺，同时，自然灾害导致北美、苏联和撒哈拉以南非洲大面积的粮食歉收而引发了食品短缺。甚至连秘鲁的凤尾鱼捕获量也神秘地减少了(凤尾鱼是蛋白质的主要来源)，奥图尔(O'Toole)的高论应验了(在奥图尔看来，墨菲还算是个乐观主义者)。通胀率再一次上升到了 6.5%。接着，1978 年和 1979 年一连串的政策失误(导致部分地区相当大的超额需求)和原油价格的再次以 125%的比率上涨，使得通货膨胀率再一次上升，工资成本也随之增加。20 世纪 80 年代早期，通胀率超过 10%，相当多人都担心经济已经失控。

最后，时任联储主席保罗·沃克尔(Paul Volcker)采取了断然措施。联储实施了极端紧缩的货币政策，这

个政策被设计来控制经济过热和消除通货膨胀因素的影响。通货膨胀率的确开始下降了，但是与此同时，经济也几乎崩溃了。我们遭受了自 1930 年以来最严重的经济滑坡和失业。到 1981 年末，美国经济不仅遭受两位数水平的通货膨胀之苦，而且还受到两位数失业率的煎熬。

下表反映了通货膨胀和经济不稳定性对金融市场的影响。

股票和债券收益的变化因素(1969 年 1 月～1981 年 12 月)　　单位：%

股票	初始红利率	3.1
	利润增长	8.0
	估价关系变动(市盈率增长)	−5.5
	平均年回报	5.6
债券	初始收益率	5.9
	利率上升影响	−2.1
	平均年回报	3.8

虽然股票和债券持有者的名义回报看上去还过得去，但若扣除 7.8% 的通胀率之后，实际利率已经是负数。与之相比，黄金、艺术品和不动产等“硬”资产的投资回报率达到两位数。

由于受未预期通货膨胀影响(当时的债券发行条件未考虑通胀因素)，债券投资者损失惨重。1968 年，30 年的长期债券的到期收益率大约为 6%，相对当时 3%的通胀率还比较理想，在扣除预期通胀后还有 3%的预期实际回报率。不巧的是，1968 年到 1981 年的实际通货膨胀率却超过预期，几乎达到了 8%，把先前确定的那么点

实际回报率一扫而光。这已经算是那个凄惨故事中比较好的一部分了。更不幸的是资本损失。谁会在 20 世纪 70 年代后期，通货膨胀率高达两位数的时候，去购买一个收益率只有 6%的债券呢？没有人会！如果你非得出售你的债券，就必须斩仓出货，这样，新的购买者才可能获得高于通胀率的投资回报。考虑到债券的风险贴水因价格变动而增加的话，购买者往往会要求更高的收益率。更糟糕的是，税收机制也会给债券投资者以无情的打击。虽说债券投资者实际上得到的是负的实际利率，债券利息收入仍然要按原先的所得税比率纳税。

债券投资者躲不过未预期通货膨胀的影响并不奇怪。普通股的失败就有些令人不解了。因为股票通常被认为是基于真实资本的，股票价格水平应该反映它的价值，按照这个逻辑，物价上涨时股票价格也该上升。它像小男孩第一次到艺术博物馆的故事一样。当他被告知一幅有名的抽象的绘画被假定是马时，聪明的男孩子机敏地问道，“那么，如果它被假定是马，它为什么不是马呢?”如果普通股股票被假定是通货膨胀保护手段，那么它们为什么不是呢?

关于股票不能防范通货膨胀问题，提出过很多解释，例如上市公司红利发放和利润增长趋缓等，但仔细推敲似乎都站不住脚。最常见的解释是通货膨胀导致公司利润减少，尤其是当报表利润要根据通货膨胀而进行调整的时候。通货膨胀被描绘成一种金融的中子弹，虽然没有损伤企业的躯壳，但是利润源泉却被破坏了。很多人认为资本主义的发动机已经失控，这样，随机或者以别的

方式在华尔街漫步是极端危险的。

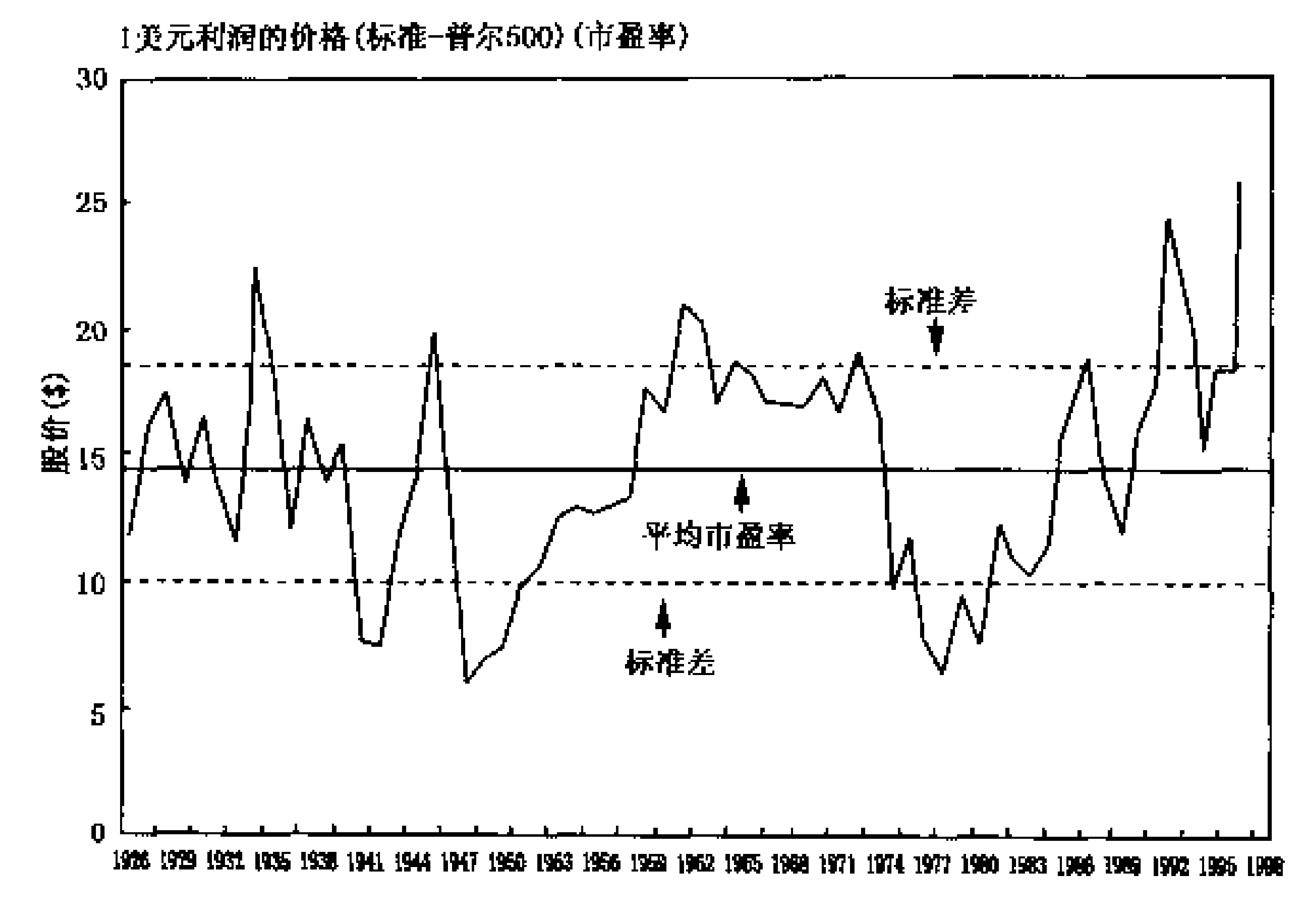
不过，事实上并没有证据表明：利润"因为通货膨胀而残酷无情地下滑"了。这种观点在20世纪80年代初的金融界却很有市场。前表数据显示，利润增长在1969～1981年加快了，达到8%的水平，轻松地超过了通货膨胀。甚至单是股利发放增长率都达到了与通货膨胀相近的水平。

影迷们可能会回想起《卡萨布兰卡》最后令人震撼的场面。汉弗莱·波加特(Humphrey Bogart)拿着冒着烟的手枪站在德国空军少校(Luftwaffe Major)的尸体旁。克劳德·伦斯(Claude Rains)——法国殖民地警察局长，把视线从波加特转到那支冒烟的手枪再到死者，最终看着他的助手说："斯特拉斯少校已经被打死了，把普通嫌疑犯抓起来。"我们也已经把普通的嫌疑犯召集起来了，但是，我们必须集中精力搞清楚谁谋杀了股票市场。

20世纪70年代证券投资回报低的主要原因是投资者对红利和利润的评价(即愿意为1美元的红利和利润支出的美元数)降低了。股票不能保护投资者免受通货膨胀的危害，并不是因为公司利润和红利不能和通货膨胀一起增长，而是因为市盈率在这个时期里坍陷了。

本章第一个图反映了市盈率坍陷的情况。下图则表明，1969～1981年期间，标准-普尔指数的市盈率差不多被削掉了三分之二[①]。

① 本图也显示了标准差，一种衡量市盈率变化的指标。注意，该指标1970年远高于平均值，而1980年处于平均值以下。



注:实线为 1926 年以来指数走势,虚线代表均值上下一个标准差波动幅度。

正是这个倍数的减少使投资者在 70 年代获得如此可怜的回报,并且妨碍股价反映大多数公司在收入和红利增长方面取得的根本性进步。一些金融经济学家得出结论:证券市场在 20 世纪 70 年代和 20 世纪 80 年代初是非理性的,因为市盈率下降幅度太大。

当然,20 世纪 80 年代初股票投资者很可能过分悲观了,就像他们在 20 世纪 60 年代中期非理性的乐观一样。虽然我认为市场不会总是完全理性的,但是如果我被强迫在股票市场和经济学职业中作一个选择,我会每次都把宝押在股票市场这一方。我猜测股票投资者也并非不理性,只是当他们处于股价—股利和市盈率倍数急剧下降的时候,他们被吓怕了。20 世纪 60 年代中期,通

货膨胀是如此温和以至于人们都觉察不到，投资者确信经济学家已经发现了治疗严重经济衰退的方法，甚至温和的下降趋势也能通过"微调"来解决。没有人能够想象在20世纪60年代会经历一次高达两位数字的失业和通货膨胀，而且还是难以置信地同时出现。显然，我们发现经济状况远远没有以前想象的那么稳定。

我们也更充分地理解了，通货膨胀并不像过去一些教科书描述的那样，其实并不是经济良性的表现。当价格上涨10%的时候，所有价格并不都是以相同的比率上升的。相对价格（投入和产出价之间的关系）在高通胀水平下，更有可能发生变化。此外，通胀率越高，通货膨胀变动性越大，也更难预测。这样，更不稳定的实际产出和更高的通货膨胀率，以及随之而来的利率不稳定，增加了整个经济的不确定性。因此股权证券（也许可以改叫作股权不安全 equity insecurities）会被认为更危险，而且也应该获得更高的风险补偿[①]。

证券市场通过股价—每股收益或者股价—红利比率下降来提供更高的风险贴水，与未来更高风险的投资环境相一致。不过，矛盾的是，同样的调整在20世纪60年代后期和整个20世纪70年代产生很低的回报，在20世纪80年代初却创造了非常具有吸引力的价格，就像我在此书的早一些的版本所介绍的那样。历史的经验清晰地

① 经济学家经常用风险贴水解释经济现象。风险贴水是指高于完全可预期的短期投资回报的超额回报。根据这个定义，20世纪60年代的风险贴水很小，大约为1%或2%。但在20世纪80年代初，股票和债券投资者要求的风险贴水扩展到了约4%～6%。我下面将会进一步论述。

表明，要解释10年内回报的变化，估价关系的变动是决定性因素。不错，收益增长率的确可以抵消1969～1981年间的通货膨胀，但正是股价—股利倍数和市盈率的下降杀死了股票市场，我还认为它们也反映了不断增长的预期风险。

时期3：繁荣时期

现在让我们观察第3个时期，从1982到1998年中期，这是金融资产回报的黄金时期。这个年代开始时，债券和股票价格都随着经济环境的改变而充分地，或许是过度地进行了调整。股票和债券价格之低，不仅为可能发生的通货膨胀提供了足够的保护，还有异常丰厚的实际回报率。

实际上，到1981年末，债券市场开始失宠了。Bawl Street Journal 在1981年的年末专刊里写道："债券是一种价格注定会不断下跌的固定利率投资工具。"那时，高质量的公司债券的回报率约是13%。而潜在的通货膨胀率(按单位劳动力成本增长率计算)大约为8%。这样，公司债券提供了大约5%的实际回报，按照过去的历史水平，这是异乎寻常的丰厚(长期的公司债券实际回报率仅仅是2%)。确实，债券价格已经变得反复无常了，因此，推测债券会出现比以前稍微更高的风险贴水是公平的。但是，也许惊慌抑郁的机构投资者过分高估了债券投资的风险。像打最后一战的将军那样，投资者已经是厌恶投资债券了，因为根据过去15年的经验，债券投资是场大灾难。这样，债券发行的条件是要使投资者在

未来时间里获得非常丰厚的回报。

股票又如何呢？如我前面所说，可以把平均股息率加上每股收益的预期增长率来计算预期的长期回报率。我1980年的计算显示，普通股票总体预期回报率达到16%～17%。16%收益率比核心通货膨胀率高8个多百分点，按历史水平衡量也是非常高的。

普通股股票也以异乎寻常低的周期性衰退的收益倍数被出售，市盈率低于长期平均水平，股价只有净资产重置价值的几分之一。难怪20世纪80年代会发生如此之多的公司兼并案。无论在什么时候，只要股价比净资产价值低，就会出现其他公司来收购的现象，自己也会回购本公司股票。因此，我认为在20世纪80年代初，我们的市场形势呈现这样一种情况：虚拟资产价格根据通货膨胀和不确定性进行了调整，但是也许调整幅度过大了。下面的表格反映了1982～1998年投资回报的变化。

股票和债券收益的变化(1982年1月～1998年6月) 单位：%

股票	初始红利率	5.8
	利润增长	6.7
	估价关系变动(市盈率增长)	5.5
	平均年回报	18.0
债券	初始收益率	13.0
	利率上升影响	0.6
	平均年回报	13.6

这真是一个投资者获得非同一般高额回报的黄金时期。虽然这个时期上市公司名义收入和红利的增长一点也不比令人沮丧的20世纪70年代高，但是有两个因素

促成了股票市场上超高回报。第一，初始红利收益异乎寻常地高达 6%。第二，市场气氛从绝望中走出，进入到了兴奋的境界。大盘市盈率从 8 倍增加到 25 倍以上，股价—股利倍数从 17 倍以下膨胀到 70 倍以上。正是估价关系的变化使得股票回报从一般的高估发展到高得离谱。

同样，债券市场 13%的初始收益比例保证了长期持有者能够得到两位数的回报。如前所述，对长期持有者而言，收益是所见即所得。另外，利率的回落将使回报进一步增长。加之，因为通货膨胀率下降到了 3%的水平，真实回报（扣除通货膨胀后的回报）比长期的平均水平要高得多。1982～1998 年间是投资金融资产千载难逢的机会。同时，类似黄金和原油的"硬"资产却产生了负的回报率。

新千年

前面等着我们的是什么呢？进入新千年，怎样判断金融资产的投资回报呢？尽管我确信任何人都不能预测短期行情，但我也一直认为，正确估计长期回报是可能的。情况很明显，进入 21 世纪第一个 10 年，期望获得 20 世纪 80 年代和 90 年代期间的两位数以上的高回报是极其不现实的。

先看债券市场，我们能对长期持有者所得到的回报抱有乐观的预期。持有优质的公司债券，比如电话电信公司的债券，如果持有到期满的话将获得大约

6.5%～7%的收益。而持有长期零息国债到期满将得到大约5.25%的收益。那些购买并持有 TIPS 长期债券(防通货膨胀债券)的人将获得 3.75%的实际回报(扣除通货膨胀之后)。这样的实际回报几乎是债券投资者从1926 年到 1998 年所获收益的两倍。虽然 1982～1998年间高达两位数的回报将不会重演,但是债券仍将是新世纪之初有用的投资工具之一。

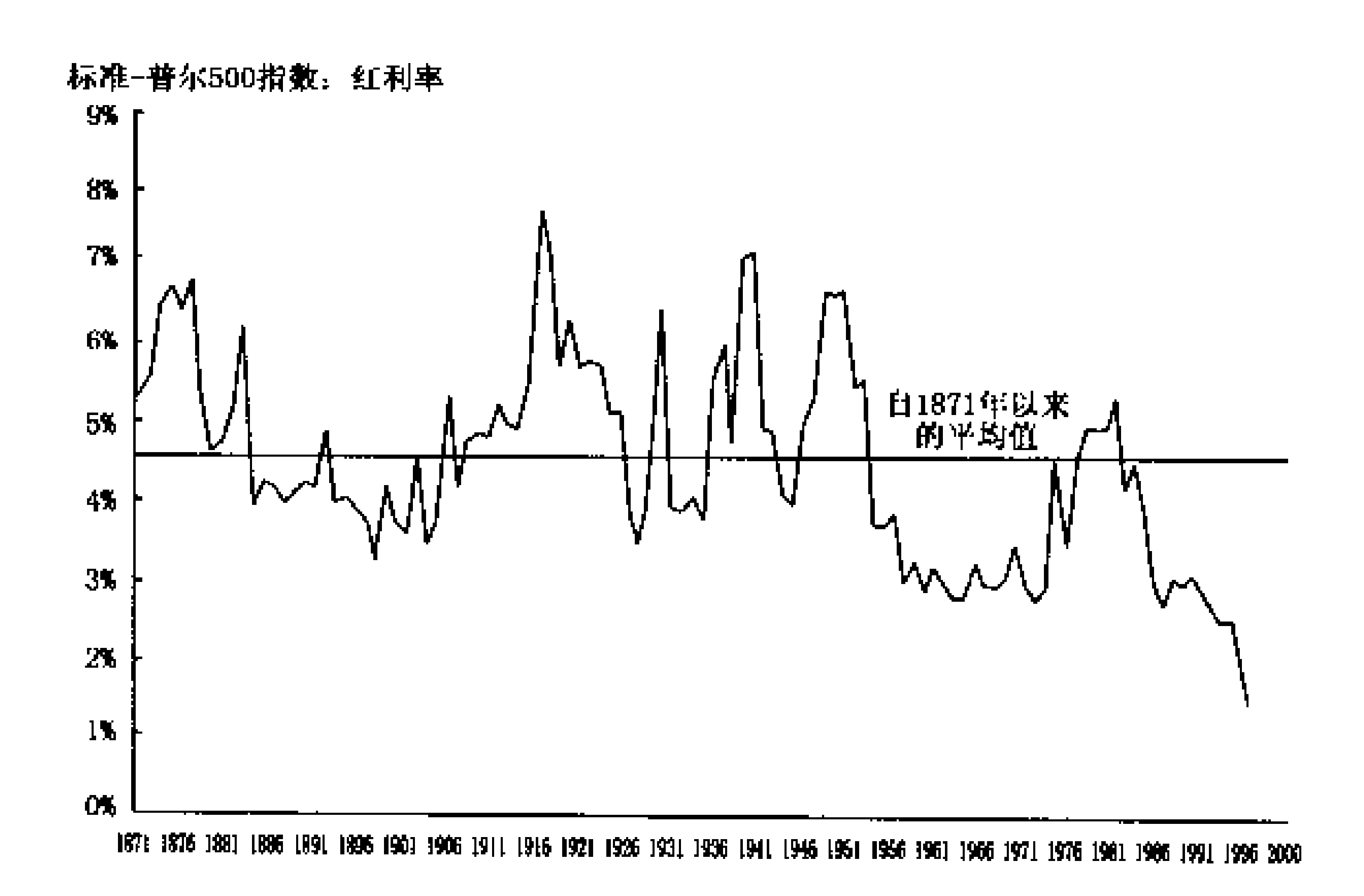
能为普通股股票在 1998 年的仲夏预测什么样的回报呢? 可以对影响股权证券回报的最重要的两个决定因素作一个公正合理的评估。我们知道,1998 年标准-普尔 500 指数的股息收益率是 1.5%,还可以合理假设长期收益将以大约 6.5%的速度增长,这个增长率与通货膨胀受控制时期的历史数据相一致,同时与 1998 年晚些时候华尔街证券公司所作的评估相似。这个比率也反映了这样一个事实:我们是在高就业率和高资本利用率的水平上开始的,并没有考虑到工商企业的管理效率和生产效率的改善。把初始收益率和增长率加起来,可以得到标准-普尔 500 指数股票总体收益率大致每年为 8%,比债券收益率稍微高一点点,但却比 1926 年以来的长期平均水平(11%)低。

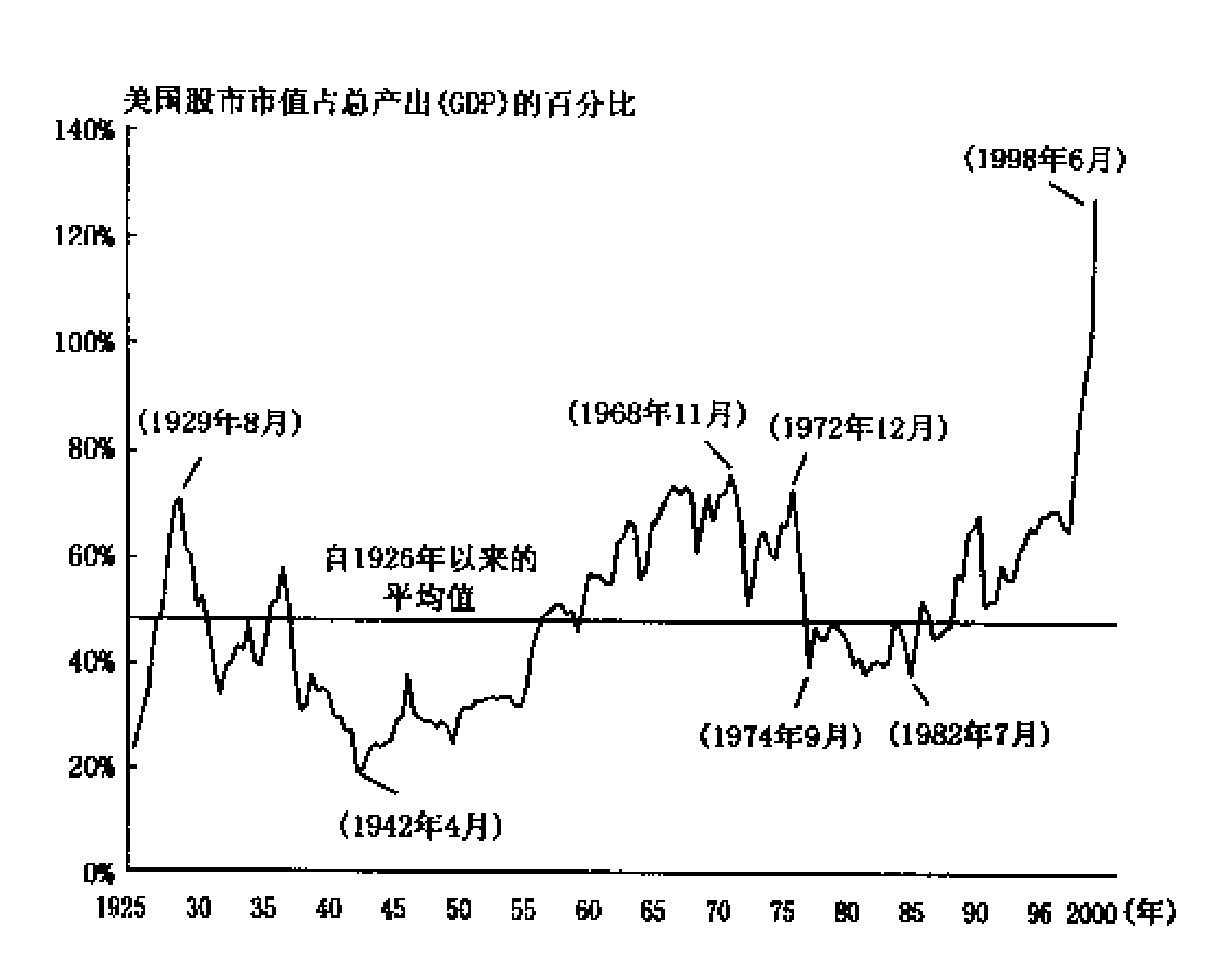
当然,短期股票回报率的重要决定因素是市场上资产净值衡量关系的变化,换句话说,也就是市盈率或股价—股利倍数的变化。这里,我必须回到我在第十章中提到的结论:没有任何预测股价的统计方法是绝对可靠的。我怀疑甚至连全能的上帝都不知道市场上"适当的"市盈率倍数是多少,将来的倍数变化更不可能被预测。

估价关系的变化根本就是不可预测的。这样，我们能做的就是估计如果在评价关系不变的情况下，市场能够给我们提供多少的回报。这个数字有可能很接近我在上面所做的8%的估计结果。

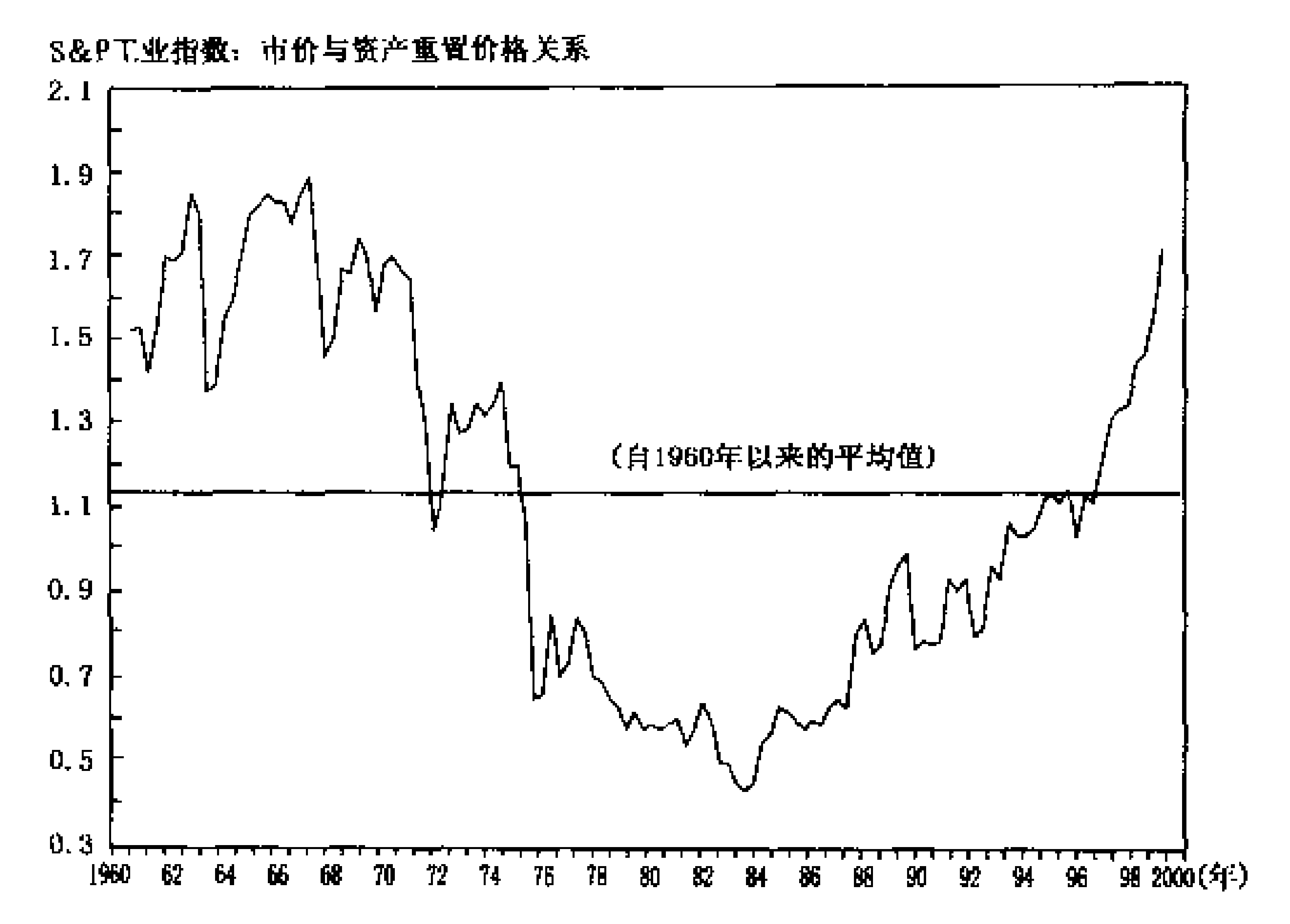
不过，投资者应该先问问他们自己，1998 年夏天的市场估价关系是否会持续下去。前面的图形非常清楚地表明：市盈率在 1998 年夏天达到了历史性高点，特别是对于处于高就业的时期而言更是如此。（通常，市盈率在经济衰退时处在比较高的水平，此时每股利润很可能低于平均水平）另外，以下的三个图表也清晰地说明，其他估价关系也达到或者超过了历史上的最高水平。1.5%的红利率低于自 19 世纪以来的最低水平。美国股票的总市值首次大幅超过了国内生产总值。工业类上市公司股价全部在公司资产的重置价值以上。按传统的价值评价标准，美国股票市场显然已经大大高估了。

某些分析家认为：问题的关键不在于 1998 年股票被高估了，而是它们在过去被大大低估了。1926 年以来，股票就提供了比公司债券高 5 个百分点以上的回报率。正如塞吉尔（Jeremy Siegel）令人信服的论断那样，如此高的风险贴水跟股票和债券之间实际风险对比不相吻合。对长期持有者来说，股票表现一直不错，比它们先前被认定的风险低多了。加之，20 世纪 90 年代后期出现了低通胀，出现了持续稳定增长的经济形势，这使得投资者的信心大增，所以，他们要求更低的风险贴水。由于这个原因，20 世纪 90 年代后期投资者资产组合中股票的比重达到了创纪录的高水平。





资料来源：The Leuthold Group.



资料来源：Golden Sachs Estimates of Replacement Book Value.

注：1960 年至 1998 年 1 季度为实际值，1998 年 2 季度为估计值。

上面所有的讨论都是有根据的。不过要记住，当市场价格因为利好因素而上涨的时候，它们的未来回报率将会降低。20 世纪 80 年代后期和 20 世纪 90 年代的两位数的回报率部分是由于市盈率的上升引起的。市场价格上升的时候，未未的回报率将会下降，除非收益和红利倍数更进一步增长。如果对这个市场系统有更进一步冲击（例如：战争、衰退、恐怖主义者攻击、旱灾等）导致其风险增加的话，20 世纪 90 年代后期的各种价值评价关系将会完全崩溃，并可能导致比我预计的 8%更低的回报率。风险贴水降低以后，股票市场里的实际风险可能已经增加了。这很容易让我们联想起，最聪明的经济学家

在20世纪60年代中期曾宣称通货膨胀(那时为1%)已经消亡了，经济活动中小的波动也能够很容易被抵消。我还回想起90年代初，金融类媒介充斥着日本经济体系和管理技术是何等神奇的报道，并且坚持认为日本的股票市场里异常的市盈率倍数是合理的。但是出乎意料的事情常常发生。

重要的是，不要带着“后视镜”进行投资。不要简单地根据黄金时代的高收益率推测新千年在第一个20年内的投资回报。目前的时代可能会应验阿兰·格林斯潘(Alan Greenspan)的著名论断：已经到了非理性的末期了。股票和债券的投资回报无疑将比在20世纪80年代和20世纪90年代要低。1998年夏天，美国股票市场里的价值评价水平已经只剩下了极少的安全边缘。

不过，我还是要指出美国股票市场具有吸引力的一个理由，至少是相对而言。小盘增长股的市盈率倍数在20世纪90年代后期非常接近历史最低水平。在很长一段时间内，小盘股的回报率将会比市场平均收益率高，尤其是某些还停留在1998年价位上的小盘股更是如此。因此，对于股市中的一员来说(我认为所有投资者都应该将他们资产的一部分投入到股票市场中)，小盘增长股和公认的增长股以较低的股价出售时，就意味着有较高的相对市场价值。

我对小盘增长股具有合理的长期回报(与此相对的是标准-普尔500指数股票在1982～1998年期间却只实现了较小的回报)的良好预期，是否意味着市场(或者其中的一部分)将在某个特定的时间应验吗？不！作为一

名华尔街上的随机漫步者，我不相信任何人可以预测短期的股价波动，尽管我们对此非常热衷。我想起我听收音机上的广播连续剧，其中最喜欢的一个故事是“我爱神秘人”(I Love a Mystery)。这个神秘人是一个贪婪的股票市场投资者，他幻想被允许提前24小时看到有关股价的变化。通过某些神秘的力量，他的愿望被实现了。在天刚黑的时候他就收到了第二天的收盘价表。他整晚兴奋地工作，希望在清早购买，并且在傍晚的时候出售以保证他能在市场上赚一大笔钱。接着，在他得意洋洋的心情消失之前，他阅读了报纸的剩余部分时，突然发现他的死亡公告，第二天清晨他的仆人果然发现他死了。

非常幸运，我没有收到那份幸运的报纸，所以我不能预知在将来任何时间里股票和债券的价格。但是，我确信在这里所呈现的股票和债券回报率的长期预测是比较合理的，可以根据它做21世纪的投资计划。

附录：预测个股股票回报

采用适中的收益增长率，我们可以用与第十二章相同的方法为大市中的个股作投资收益预测。本分析只使用前两个决定因素。把初始股息率加上利润预期增长率作为个股回报率的估计。虽然市盈率在短期回报预测中非常重要，但它的变化在非常长的时期内或对任何不可预测的事件就显得不那么重要了。我们将用图解来分析美国蓝筹股中的佼佼者——埃克森公司。

埃克森公司的股票在1989年的时候并不是一个引

人注目的投资品种，它的形象受到了瓦尔迪兹原油泄露事件的影响。但它是高质量的龙头股，并被股民们广泛地持有。在 1998 年后期，埃克森公司的基本资料如下：



价格：66 美元
1999 年的收益：3 美元/股
P/E 倍数：22(以 1999 年收益为基础)
1999 年红利：1.72 美元/股
红利率：2.6%(以 1999 年红利为基础)

埃克森公司股票 1998 年底的投资档案

我们发现，一开始，投资者可以从持续的 1.72 美元预计红利设想 1999 年 2.6%的回报。尽管埃克森公司的股价并不跳跃式地增长，但它的红利能持续地增长，甚至在整个 20 世纪 70 年代里(这是大部分理性投资者不愿记起的 10 年)，红利增长的比例都超过 10%。让我们谨慎地假定红利和每股利益仅以 5.5%的速度增长(这是个保守的假定，实际上稍微低于当前华尔街的价值评估)。现在我们知道，但我们说收入和红利将以 5%的平均水平增长的时候，并不意味着每年都以这个确切的数字增长。经济繁荣的年景可以有更大的增长，不景气年份可能会下降，特别是每股利润。但是，让我们假定 1999 年是一个平均年景。现在我们有下面的结果：



2000 年收益(预计)：3.165 美元(3＋3×0.055)
2000 年红利(预计)：1.82 美元(1.72＋1.72×0.055)

埃克森公司股票 1999 年增长预测

预测埃克森公司回报率(包括 1999 年期获得的股息

和股价变化)之前，我们需要假设股价在 1999 年末会是什么样子。假定我们认为埃克森公司的市盈率倍数将保持在 22 倍。在这种情况下，埃克森公司的股票将会达到 69.625 美元，它是 2000 年预期每股利润(3.165 美元)的 22 倍，同时还有 2.6%的股息收益。现在我们已经完成了我们投资档案。



股票价格：69.625(22×3.165)

2000 年收益(预计)：3.165 美元

市盈率倍数：22

2000 年红利(预测)：1.82 美元

红利率：2.6%(1.82÷69.625)

埃克森公司股票 1999 年底的投资档案

根据上述资料，埃克森公司股票的持有人就能期望公司可以给予他们每年 8.1%的回报，其中 2.6%来自股息收益，5.5%来自公司的成长。这样投资者获得 1.72 美元的红利和 3.625 美元的资本利得，加起来总共是 5.345 美元的收益，大约是最初 66 美元投资的 8.1%。



1998 年末的购买价格：66 美元

1999 年末的市场价格：69.625 美元

资本利得：3.625 美元

$$\frac{\text{总收益}}{\text{购买价格}}=\frac{5.345}{66}=8.1\%$$

埃克森公司股票持有者的收益(12 个月，1998 年末到 1999 年末)

埃克森公司的例子提供了一个预测未来回报率的演示，把公司的预测增长率加股息率即可。只要市盈率不变或价格一股利倍数的一般水平保持不变，并且能够预测长期增长率时，这个办法就起作用。明显地，如此精确

的计算不可能每年都有效。尽管如此，在非常长的时间段内，预测结果会趋向准确，还可以用股利率取代利润率进行预测。这个方法的实质很清楚。埃克森 1998 年末的股价可以提供 8.1%的投资回报率，如果基本估价关系不变的话，这个结果与大盘收益率接近。

第十三章

生命周期投资理论

人这一生有两段日子是不该进行投机的。一个是他没钱的时候，另一个则是他有钱的时候。

——马克·吐温(Mark Twain)《赤道之旅》

投资策略与一个人的生命周期是紧密相连的。面对存钱防老，一个 34 岁的人和一个 64 岁的人很可能采用不同的金融工具去实现各自的目标，道理是不言自明的。前者刚刚进入赚取收入的巅峰时期，这使他敢于承受高风险带来的任何损失；反观后者，凭借高薪享受生活的日子已为数不多，为了将来的不时之需，他实在不敢再在金钱的使用上有什么闪失了。

实际上，在比较各种投资策略时，应将它和一个人承受风险的能力结合起来考虑。因

此，本书中大部分有关风险的讨论都涉及到了个人对待风险的态度。虽然，一个34岁的人和一个64岁的人也可能都会投资于大面额存款单(CDs)，但二者的出发点却是迥然不同，前者是出于对风险天生的厌恶，而后者则是因为承受风险的能力在下降。30多岁的人尚有很多的选择去决定自己承受风险的大小，而过了60岁之后，他就再也没什么选择的余地了。

可能你遇到的最为重要的投资决策便是如何在一生的各个阶段对所持有的资产类型(股票，债券，房地产，货币市场投资工具等)加以平衡。罗杰·伊伯森花费了毕生精力对各类投资组合的收益情况进行了定量分析，根据他的研究，投资者总收益的90%以上取决于所挑选的资产类别和各类资产所占的比重，只有不到10%的投资收益是来源于挑选个股或共同基金。在这一章里，我将告诉你的是，无论你是多么地厌恶风险；也不管你的出身是多么显赫，让你终日锦衣玉食，归根结底，你的年龄、你的薪水以及你在生活中所要担负的责任将在很大程度上决定你投资组合的最终构成。

资产配置的四条原则

在我们为资产配置的决策形成合理的想法之前，我们必须首先在头脑中树立起一些特定的原则。在前面的章节中，我们已经隐约触及到了其中的一些，现在，我们要明确地讨论它们，这对投资者会很有用。这些关键的原则如下：

(1)历史证明风险与收益总是如影随形。

(2)投资普通股和债券的风险主要取决于你持有的期限,持有期越长,风险越低。

(3)一般说来,"等额投资法"是降低股票和债券投资风险的好方法,当然关于它的争议也颇多。

(4)风险偏好与风险承受能力两者之间要加以区分。

你所能承受风险的大小取决于个人整体的财务状况,这包括你投资以外收入的类型和来源。

1. 风险和收益密不可分

虽然,你可能已经厌倦了"高风险高收益"这句老生常谈。但它的重要性在投资管理的理念中确是无出其右。几个世纪以来的历史数据一次又一次地支持了这条金融经典法则。下面这张表,总结了以往提供的数据,很好地佐证了以上的观点。

1926～1997 年常见资产类型的年收益率

	平均年收益率	风险指数[a] (年收益变动率)
小盘股	12.70%	33.90%
普通股平均	11.00%	20.30%
长期债券	5.70%	8.70%
美国短期国库券	3.80%	3.20%
通货膨胀率	3.10%	

资料来源:伊伯森协会,股票、债券、美国短期国库券、票据和通货膨胀 1997 年年鉴。

a:风险(变动性)指数是衡量收益率时间序列数据的标准差的一种统计指标,它反映了年收益率对观测序列均值的偏离程度。在 95%的置信水平上,66.7%的年度收益率观测值分布于均值两侧一到两个标准差的邻域内。

显而易见，普通股提供了丰厚的长期回报。不妨假设一下，倘若乔治·华盛顿(George Washington)从他首任总统的薪金中拿出1美元进行投资，仅仅1美元，但按照普通股的投资收益率来估计的话，截至1999年底，他的后裔凭借这微不足道的投资已经不止7次成为了百万富翁。罗杰·伊伯森(Roger Ibbotson)估计，自从1790年以来，普通股每年有超过8%的复利收益率。(如上面的表所示，1926年以后，收益率变得更加丰厚，每年能带给投资者11个百分点的回报)。但是，这样的收益率是伴随着高风险的。你要看到，10年中有3年，你的回报将以负数告终。所以，当你获得高回报时，千万别忘了一句话：天下没有免费的午餐。高风险是你为高收益必须付出的代价。

2. 投资股票、债券的实际风险取决于你持有期限的长度

你的"耐力"，也就是持有投资组合的时间，将会在你所要承担的实际风险中扮演一个不可或缺的角色。因而，在考虑资产分配时，你在生命周期中所处的阶段便成为了一个重要的因素。下面我们就来看看，为什么说持有期限的长度对决定一个人的风险承受力是如此的重要。

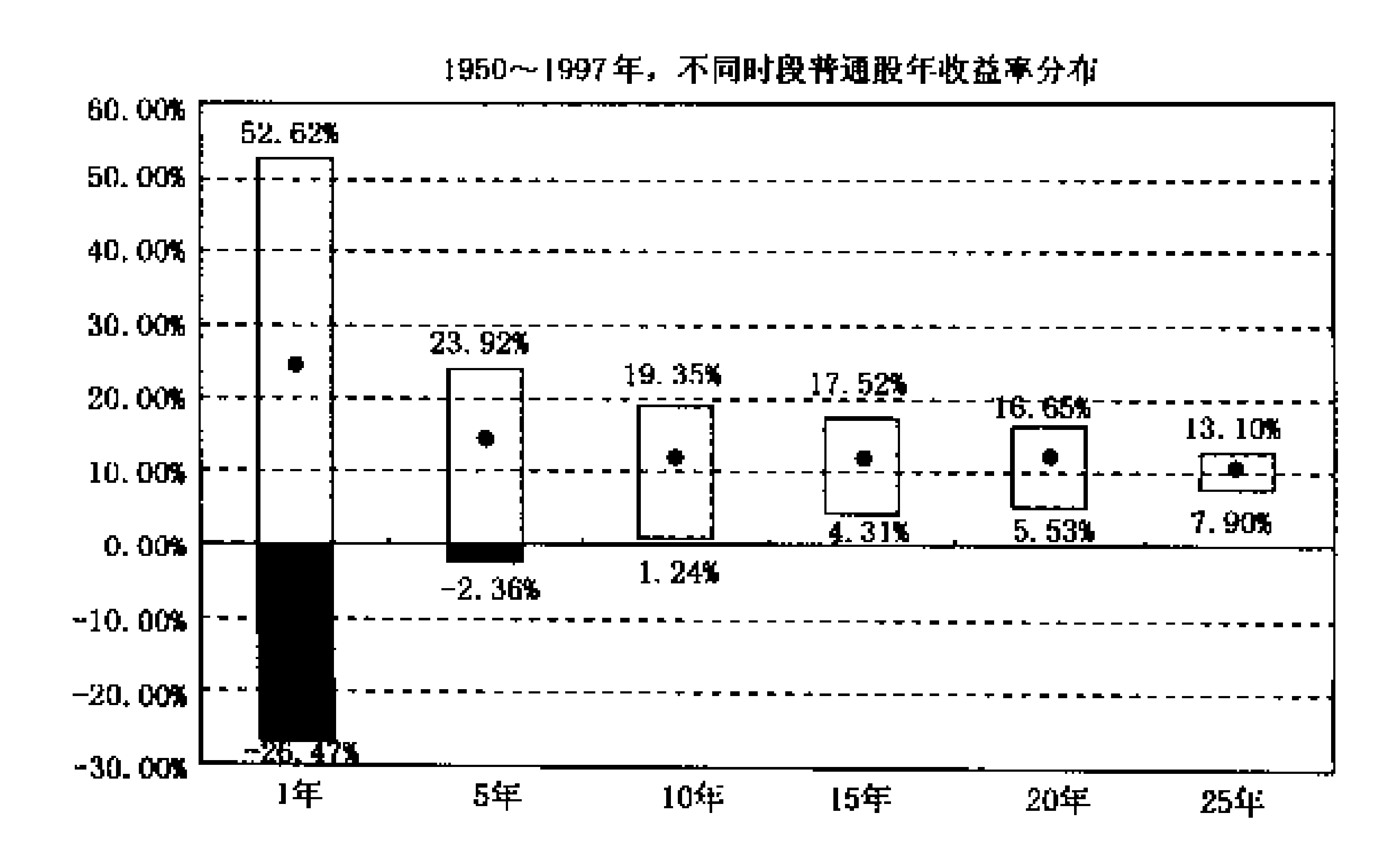
在前面的表格中，我们看到，在长达72年的时间里，长期债券向投资者提供了平均5.7%的年收益率。然而，风险指数却告诉我们，任何一年的实际回报率都会偏离这个均值。事实上，在许多个别的年份里，它甚至是负

值。而且，如果我告诉你："嗨！今天你可以购买利息为5.5%的20年期债券，并且，如果你持有它整整20年，你将正好得到5.5%的利息。"也许你会说："这不可能！"其实没什么不可能。我再告诉你，如果你今天购买了20年期的零息国债并持有到期，你也将肯定能得到5.5%的年息，既不多也不少，因为这一切都是由美国财政部担保的。当然，问题是如果你发现明年你就不得不卖出的话，那么，你的回报可能是20%，也可能是零，甚至你若是不走运，碰上市场利率大幅攀升，而现行债券价格相应一路下行的话，你还可能损失惨重。我想，现在你该明白为什么说一个人的年龄和他能否长期持有一项投资的可能性是如此重要，因为它不仅影响你所承担的单项投资风险，而且还决定了蕴含在任何一项投资计划中的风险总量。

也许有人会问，长期债券是这样，那普通股呢？投资普通股的风险也会随着持有时间的延长而降低吗？回答是肯定的。如果你采用了长期持股策略，不管股市涨跌，牢牢捂住所投资的股票，你便可以消除大部分(不是全部)的投资风险。

千言万语也抵不过下面的那幅图，它使我不必多费唇舌便可将问题解释清楚。请注意，如果从1926年到90年代末，你一直持有一份分散化的股票投资组合(例如标准-普尔500指数成份股组合)，那么你将赢得平均每年11%的回报，这可是一个不低的收益啊！但是，对一个夜不能寐的投资者来说，各年投资报酬的波动实在太大了。在好的年头，你的投资组合可能赚52%，而下一年，可能就会是亏26%。由此可见，谁也不能保证你

在每一年都可以得到相同的盈利水平。如果你的钱只能用于1年期的投资，而且你还想得到正的回报，那么1年期的国库券或是1年期政府保险的存单将是你最好的选择。



但是，若是你持股25年，情况又会发生怎样的变化呢？虽然不同的25年也会有不同的回报，但其波动的幅度已经是无足轻重了。上图表明，在1950～1997年间，任何25年的投资均足以让你的收益率接近11%。即使你遇上了最让人沮丧的25年，也不过使你的利润比长期期望回报低3个百分点。事实证明，用生命周期的观点来指导投资非常重要。持有股票投资组合的时间越长，你从中分享到的利润就越是可观！总而言之，你应当坚信，只要你持股时间足够长，比如25年或更长，你就肯定会得到不俗的回报。而且，你明智地购买一份分散化的股票投资组合，并耐心地持有，收益便会唾手可得。相反，不停地调整自己的投资组合，徒劳地奔波于证券市

场，只是在为经纪人打工，在向政府纳税，而自己的腰包依旧空空如也。[1]

而且，个人投资时间越长，股票的回报越是可能高于债券。单就一年而言，债券和货币市场基金可能有三分之一的机会击败股票。但是，你若是用二十或二十五年的持有期来重新看待这个问题时，股票将次次都是赢家。这些数据进一步支持了我的建议，年轻人应比老年人持有更多的股票。

最后，投资者之所以随着年龄的增长而日益保守，最重要的原因可能就是老年人继续工作赚钱的机会变得越来越少了。因此，他们再也不能倚仗薪水去弥补充满风险的股市带给他们的损失了。股市上的挫折，哪怕是小小的挫折，都会直接影响到他们生活水平的高低和稳定程度。相形之下，债券的收益显得稳妥了许多。所以，老年人的资产组合中，股票的份额不宜过大。

3. "等额投资法"能降低投资股票和债券的风险

你是否像大部分人那样，随着储蓄逐年增加，不断地扩大自己的投资组合呢？如果是的话，你便正在利用"等额投资法"。尽管这项技巧颇有争议，但它的的确确使你躲过了在错误的时刻倾尽所有而置身于证券市场的危险境地。

你不要被它怪异的名字所迷惑，其实它不过是指定

① 从技术上讲，时间释放风险是建立在第十章所描述的"平均复归现象"(mean reversion)之上的，有兴趣的读者可参阅保罗·萨缪尔森在1989年秋发表于《投资组合管理》的那篇文章：《理性投资组合管理的经济学批判》。

期拿出等额的货币进行投资而已。比如说，定期将一定量的钱投资于共同基金，你可以每月购买一次，每季度购买一次或是更长的时间购买一次。周期性地投入等量的美元去购买普通股，能够减少（但无法避免）投资风险，它使你不会因为匆忙介入市场以致用过高的价格买进股票。由于每次投入等量的美元，因而股价高时买得就少，股价低时买得就多，正如下表所示，采用这种策略，实际上将使你的每股平均成本低于你投资期间该股的平均价格。

在下面这个例子中，假定你每期投入 150 美元去购买一只共同基金，该基金单位的价格在 25 美元至 75 美元之间波动。通过“等额投资法”，你买入了 11 个单位，现在每份市价 50 美元，这样总市值便是 550 美元。而这段期间你仅仅投入了 450 美元，换句话说，你的平均单位成本（450÷11＝40.91）要低于购买期间该基金每股的平均价格（50 美元）。所以，你所买基金的平均价格就算等于现在的市价，你还是赚了钱。之所以会这样，是因为你在价格低时买得多，而在价格高时买得少。

时　期	投　资 （美元）	单位基金价格 （美元）	购买份数 （美元）
1	150	75	2
2	150	25	6
3	150	50	3
总 成 本	450		
平均价格		50	
持有总份数			11
平均成本	大约 41		

你千万不要误以为有了“等额投资法”，就可以高枕无忧了。在低迷的市场中，什么“灵丹妙药”也不能使你免遭损失，它的功效仅仅在于能使你在熊市中也能像在牛市中那样有现金和勇气去继续投资。不管你是多么的悲观（就算其他人都是这样），也不管来自金融界和世界各地的消息有多么的糟糕，你都千万不要破坏这种投资策略的内在延续性，否则你只好让那些经过股市大跌“洗礼”的廉价筹码白白地从眼前溜走啦！实际上，无论何时，如果市场跌去 20%到 25%，你还能多买到一些如此便宜的股票，那么这种策略将能发挥更大的效力。

诚然，“等额投资法”也有其自身潜在的缺陷，这就是频繁的小额购买会导致佣金相对过高，即便经纪人肯打折扣，其交易成本也不菲。所以，这种方法只有在间隔期较长、购买量较大时才是明智的。例如，每季度购买价值 150 美元的股票，或是每半年购买 300 美元的股票，肯定会比每月仅购买 50 美元的股票合算得多。当然，如果你用“等额投资法”去购买不收费的共同基金，那佣金高昂的问题便不复存在了。对大部分这样的基金而言，你大可放心地进行每月 50 美元这样的小规模投资，因为它根本无需佣金。另一种从此策略中获得好处的方式是参加你持有的公司所发起的股息再投资计划。这样，你便能够以零佣金或仅是名义上少得可怜的佣金去购买股票，甚至一些公司还以折价的方式向那些用股息再投资的股东出售股票。

同时，经济学家也指出，“等额投资法”在技术上也存有缺陷。他们认为，对那些得到一大笔偶然收入的投资

者来说（比如继承遗产），这种策略并不能给他们带来最高的回报。但事实上，倘若真的把大把钞票一次投入股市，他们就得冒巨大的风险，这些钱有可能成为股市崩盘前的最后一捆干柴。到那时，投资者将追悔不已。因为，他不仅损失了金钱，而且还丧失了信心，他会觉得自己像一个受人愚弄的傻瓜。而“行为金融学家”认为，有过这样惨痛经历的人会就此远离股市。但是反过来，如果投资者有计划地将钱分批注入股市，即使第一笔投资失利，他也不会终日耿耿于怀。然而，因为股票市场在过去很长的一段时间里都呈上升的趋势，所以你将资金分成等额的 24 份再逐月投入的平均成本反倒会高于一次性投入的成本。当然，对大多数通过工作时的退休计划或是在个人退休账户中（IRA）的逐期储蓄来实施投资计划的人而言，“等额投资法”实际上已经在不自觉地被使用了。对大多数人来说，真正的问题是，当悲观气氛弥漫于市场时，面对股价节节下挫，投资者是否还愿意继续钟情于普通股的投资。如果一遇到市场衰退，投资者便放弃了原先的计划，则我们的策略对你也就无所裨益了。

为了进一步阐明“等额投资成本平均法”的好处，让我们从假设的王国回到现实的世界吧！下面这张表反映了，在 1974 年 1 月 1 日初始投入 500 美元，以后每月投入 100 美元来购买 T. 罗伊价格成长基金（一个不收费的共同基金），你所能得到的各期回报。

以罗伊成长股基金为例说明"等额投资法"[①]

1973年12月31日	累计投资总成本(美元)	拥有股票总市值(美元)
1974	1 600	1 242
1975	2 800	2 943
1976	4 000	4 560
1977	5 200	5 459
1978	6 400	7 359
1979	7 600	9 470
1980	8 800	13 769
1981	10 000	13 177
1982	11 200	16 817
1983	12 400	20 053
1984	13 600	21 040
1985	14 800	29 896
1986	16 000	37 687
1987	17 200	40 162
1988	18 400	43 842
1989	19 600	56 320
1990	20 800	55 091
1991	22 000	74 875
1992	23 200	80 761
1993	24 400	94 601
1994	25 600	96 597
1995	26 800	127 900
1996	28 000	157 484
1997	29 200	196 970
1998(6月30日)	29 800	234 989

资料来源:T.罗伊价格公司。

① 在1974年1月1日初始投入500美元,以后每月投入100美元。所有分配的股息和资本利得将作为再投资继续投入。

当然，没有人能保证在下一个世纪的头二十五年里，罗伊价格还能够风光依旧。虽然说成长型股票在过去大部分的时候都表现得不尽如人意，使得 T. 罗伊价格的收益只能算一般水平，但这样的结果还是叫人叹为观止。这张表还说明，就算是在一个成长股投资处于四面楚歌的不利环境下，坚持最初的“等额投资法”进行操作，还是会蕴含着巨大的获利机会。但是，有一点要记住：因为普通股价格长期上扬，所以如果你有一大笔钱（例如遗产）急于投资，那么这种方法不见得一定合适。

如果可能的话，保留一小笔储备资金（投入货币市场基金）以待时机。一旦遇到急跌，便可介入拾得一些廉价的筹码。我从来都不建议投资者去预测飘忽不定的大市，然而，当股市跌至底部，没有人再对上升抱有希望时，你进入市场购买股票的绝佳机会也就来临了。正如贪婪和希望有时会滋生投机泡沫那样，悲观和绝望也同样会诱发市场中过度的恐慌，最严重的市场恐慌就如同最病态的爆炸性投机，同样都是无源之水、无本之木。不管过去的光景有多么凄凉黯淡，要坚信：情况总会好起来的。就整个市场而言，牛顿万有引力定律总是以相反的方式在演绎着：万物落下终将升起，但这仅是对整体的描述，具体到你持有的个股就未必如此了。

4. 风险承受能力取决于总体财务状况

正如我在本章开头所提及的，适合你个人的投资种类在很大程度上取决于你投资以外的收入来源。你除投资以外的赚钱能力，以及你承担风险的能力都与年龄有着千

丝万缕的联系。我将用三个例证来帮助你理解这个观点。

米尔德莱德·G(Mildred G)是一位新寡的64岁的老妇人。因为日益恶化的关节炎,她不得不放弃了注册护士的工作。她在伊利诺斯州的荷蒙沃得有一幢大小适中的房子,抵押贷款还没有付清。虽然按揭利息是在前段时期利率较低时定下的,但是对她来说,每月的还款仍是一笔不小的数额。除了社会福利署每月发来的津贴外,她的全部生活来源只有两块:一块是作为受益人,她可以得到一份价值25万美元的集团保单的收益;另一块则是由她已故的丈夫长年积累下来的价值5万美元的小盘成长股的投资组合。

显然,由于拮据的财务状况,米尔德莱德承受风险的能力受到了很大的局限。她既不敢奢望长命百岁,也没有充沛的体力再去赚取外快,而且还有一笔数额不小的贷款需要偿还。她实在是无力弥补投资组合的损失。米尔德莱德需要的是能带来理想回报的安全投资组合。因此,业绩优良的公司所发行的债券和股息丰厚的股票以及房地产投资信托单位对她来说都是较为合适的选择。而风险较大的小盘成长型股票(经常不分红派息)无论其价格多么诱人,她都不能为之动心。

蒂芬尼·B(Tiffany B)年仅26岁,是一位雄心勃勃的单身女性,她刚刚从斯坦福商学院研究生毕业,很快又加入了一项培训计划,培训结束后她有望坐上美洲银行旧金山分行信贷部主管的位置。最近,她又继承了祖母留给它的价值5万美元的地产。因此。她的目标就是想要构造一个颇具规模的投资组合,以便几年后用来支付

按揭买房，而且今后的退休储蓄也得指望着它。

像蒂芬尼这样的情况，你就可以大胆地向她推荐一款适合女强人的"激进型"投资组合。她未来的日子还很长，即便在金钱上遇到了挫折，她的高薪也能使她渡过难关。虽说，她个人的性格会最终决定她所愿意承受的风险的大小，但有一点是很清楚的，她的投资组合在风险—收益的对比关系上肯定是较为倾向风险的一端，小盘成长股对那位年近七旬又无工作的孀居老人不那么合适，然而，对蒂芬尼而言，倒是一个不错的选择。

卡尔·P(Carl P)，现年40岁，作为通用汽车公司的一名车间主任，他每年净挣5万美元。他的妻子琼(Joan)，靠推销雅芳的产品一年也能赚到12 500美元。夫妇俩共有四个孩子，最小的6岁，最大的14岁，他们希望看见每个孩子都能走入大学的校园。同时，他们也明白私立大学的费用实在让人望而却步，而进入密歇根州立大学的想法似乎还比较现实。幸运的是，通过薪金储蓄计划，卡尔得以定期存下一笔钱，并在此计划下还选择购买了通用公司的股票，他所积攒的股票市值已达到11.9万美元。除了一幢适中的房产外，卡尔别无长物，但他已取得了这幢房产的大部分权益，只有一小部分贷款尚未偿还。

卡尔和琼有能力维持家庭的一切开销，然而在考虑到他们的主要收入来源后，你会发现他们的投资组合其实相当糟糕。首先，投资过于单一。在这种情况下，只要通用公司经营不善引起股价下滑，就会直接影响卡尔投资组合的价值，而且还没有其他的普通股或其他类型的

证券能对此负面影响加以抵消。再者，一旦通用公司财务状况恶化需要裁员，卡尔一家的生计恐怕都会成为问题。一位自以为是的通用前任首席执行官（CEO）曾说过这样一句话：通用将与美国并肩而行！但事情真的会那样吗？恐怕谁也不知道，但有一点我是可以肯定的，那就是卡尔和琼的财富倒的确紧紧与通用公司捆在了一起。一次汽车工业全行业的大衰退将使卡尔遭受双重打击，他的工作，他的股票，无一可以幸免。由此可知，卡尔一家的投资组合应尽可能地分散，而且投资所冒的风险不能与其收入来源过于紧密。

设计生命周期投资计划的三条指导原则

既然话题已谈到了这儿，我们不妨进一步深入下去。在本节和下一节我会向读者介绍一些生命周期投资指南。本节先讨论适合于各个年龄层次的总体法则，而后我会把这些法则细化为投资指南。当然，没有一种投资指南是放之四海而皆准的，正像没有一个比赛计划是可以适用于整个赛季每一场比赛一样，为了因“敌”制宜，任何比赛计划或多或少都要作一些修改。本节检讨三条主要的总体法则，以此为指导，投资者可以“度身定做”自己的投资计划。

1. 特别的资产献给特别的需要

永远记住一句话：特别的需要总是要由符合需要的特别的资产来满足。举个例子，假设我们要为一对二十

多岁的年轻夫妇制定投资策略，目的是建立退休储蓄账户以此养老，按照生命周期投资理论，最适当的策略必须满足他们的长期目标。但是，若他们所期望的是在一年内为购房付 3 万美元的首期，则满足这一特殊需要的 3 万美元就应投资于安全的证券，例如一年期的存单(CDs)，这样，当他们需要钱的时候，存单正好安全地到期了。与此相类似，如果在未来的三到六年里你需要付大学学费，那么，这笔钱就应投资于与你所需期限相匹配的存单(CDs)和零息债券。

2. *认清自己的风险容忍度*

对于我所提出的总体投资法则，你所能做出的最大调整取决于你自身对待风险的态度。正是由于这个原因，成功的投资计划与其说是一门科学，不如说是一门艺术。总体投资法则对一个人如何将资金配置于各类资产的确有很大的帮助，但所推荐的投资组合能否真正对你发挥效用，关键还在于，到了晚上，你是否可以安然进入梦乡。对风险的忍受程度是任何投资计划的一个重要方面，而且只有你自己才对它心知肚明。是的，你可以安慰自己说：只要我持有普通股或者债券的期限足够长，同时这段时间我还不断攒钱，那么投资风险便会大大降低。但问题是，面对投资组合的价值在短期内的上窜下跳，你的心情是否还能平静如水。倘若在 1998 年 8 月 31 日，那天恰逢星期一，你眼睁睁地看着大盘重挫 512 个点，此时此刻，你感觉如何？你是否会因为自己的投资组合中有大量的普通股而惊慌失措，以至身体备感不适。如果

是这样，那么请你毫不犹豫地将股票从投资组合中清除出去。这样看来，在你对所能接受的资产配置进行考虑时，主观倾向起了很大的作用，而如果你对风险实在是厌恶透顶，甚至可能懒得读我这本谈投资的书。

你能承受多大的风险？（一个快速小测验）

聪明愉快的投资者对自己的“风险适意区”了如指掌，他们赚起钱来悠闲自得，这里的测验正是要帮你了解自己到底能承受多大的风险。

（1）由于一次市场调整，你的投资在购入后一个月就损失了15%，假设此时基本面没有任何改变，你会：

a. 窘迫的坐在家中，等待价格反弹。

b. 立刻卖掉，如果接下来的几日价格继续下跌，便可庆幸自己躲过了几晚痛苦的煎熬。

c. 如果当初就觉得价格不错，现在的价格当然更加诱人，所以在低位更多地买进。

（2）你的投资在购人后一个月飙升40%，假设此时你无从获得更多的信息，你会：

a. 立刻出售；

b. 持有，期望更多的获利；

c. 再买一些，它可能会升得更高。

（3）以下哪一种投资是你乐意为之的？

a. 投资于一只在6个月内升值有限的激进型成长基金；

b. 投资于一只货币市场基金，但却看到自己关注过的激进型成长基金在6个月内实现了价值的翻番。

（4）以下哪一种情况会让你感觉比较好？

a. 你在一次股票投资中大赚了100%；

b. 在市场滑坡时，对货币市场基金的投资使你免遭损失一半的厄运。

(5)以下哪一种情况让你最开心？

a. 你在一次出版商竞赛中赢了10万美元；

b. 你从一位富有的亲戚那里继承了10万美元；

c. 你在期权市场上用2 000美元赚了10万美元；

d. 以上皆可，不管钱是怎么进口袋的，只要得到10万美元我就开心。

(6)你住的公寓楼正准备转变为公私共有公寓。你可以花8万美元买下你的单元，也可以按2万美元的价格将选择权卖给别人。公私共有公寓的市价是12万美元。你很清楚，如果买下它，必须持有6个月方可出售，每个月的按揭成本是1 200美元，而且还得支付按揭首期。假设你不愿再住在那里，你会：

a. 卖掉选择权，赚得2万美元；

b. 买下那个单元，然后再到公开市场上把它卖掉。

(7)你从叔叔那里继承了一套价值10万美元的房子，没有贷款需要偿还。虽然房子地段不错，而且估计也能以快于通货膨胀的速度增值。但由于年久失修，外观上破败不堪。如果就以现在的样子出租，每月可净赚1 000美元；如果加以修缮后再行出租，则每月可净赚1 500美元。修理费用可通过财产抵押贷款筹得，那么你会：

a. 卖掉房子；

b. 就以现在的样子出租；

c. 进行必要的修缮，然后再出租。

(8)你在一家小型电子公司任职，该公司发展势头强劲。现在，公司希望通过发行职工股来筹措资金，管理层计划在四五年内让公司上市。如果你购入公司股票，则在股票上市交易之前不得卖出，而且在此之前不分红派息。但是，一旦公司上市，你所持股票的价值将可能是投入本金的10到20倍，你将投入多少资金来购买职工股？

a. 一文不出；

b. 1 个月的工资；

c. 3 个月的工资；

d. 6 个月的工资。

(9)你多年的老友和邻居——一位经验丰富的石油地质学家，邀请了一批投资者(他自己也是其中一员)商谈共同出资开发油井的事项。一旦投资成功，将会有 50 到 100 倍的回报；相反，若是油井干涸，全部投资将化为泡影。你的朋友估计成功的机会有 20%，你打算投入多少：

a. 一毛不拔；

b. 1 个月的工资；

c. 3 个月的工资；

d. 6 个月的工资。

(10)你获悉，几名商用楼开发商正在密切关注某一地区尚未开发的土地。此时，有人准备向你出售一个选择权，拥有此选择权你便可以在此处挑选并购买一块土地。购买成本 2 个月的工资，经过计算，利润将是你 10 个月的工资，你会：

a. 买下选择权；

b. 让它从身边溜走，就当它从来不是为你准备的。

(11)你正在一个电视大赛的现场，并且有权选择以下任意一样，你会选择：

a. 1 000 美元现金；

b. 50%的机会赢得 4 000 美元；

c. 20%的机会赢得 1 万美元；

d. 5%的机会赢得 10 万美元。

(12)现在是 1992 年，通货膨胀卷土重来。据估计，实物资产(例如稀有金属、收藏品、房地产)的价格将伴随通货膨胀同步攀升，但此时你手中持有的是长期债券，你会：

a. 继续持有长期债券；

b. 卖掉债券，用一半的收入去购买基金，另一半则用来购买实物资产；

c. 卖掉债券，将全部收入投资于实物资产；

d. 卖掉债券，将全部收入投资于实物资产，并且借钱购买更多的实物资产。

(13)你在大西洋城的“21 点”的赌局中已经输了 500 美元，为了赢回那 500 美元，你愿意再输多少为代价：

a. 一分也不愿意，马上退出；

b. 100 美元；

c. 250 美元；

d. 500 美元；

e. 500 美元以上。

你的分数：

现在看看你是哪一类投资者。按照下面的计分方法，根据你的答案，将所得分数加总

1. a—3、b—1、c—4
2. a—1、b—3、c—4
3. a—1、b—3
4. a—2、b—1
5. a—2、b—1、c—4、d—1
6. a—1、b—2
7. a—1、b—2、c—3
8. a—1、b—2、c—4、d—6
9. a—1、b—3、c—6、d—9
10. a—3、b—1
11. a—1、b—3、c—5、d—9
12. a—1、b—2、c—3、d—4
13. a—1、b—2、c—4、d—6、e—8

如果你的得分

在 21 分以下：你是一位保守的投资者，对风险十分敏感，适合稳健保守的投资。

在 21～35 之间：你是一位积极的投资者，愿意承担有限的、审慎的风险以获取收益。

在 36 分以上：你是一位敢于冒险的、激进的投资者。

资料来源：《货币信札》杂志。本文引用这一资料已获 PRI 金融出版公司(霍利斯顿，公制协会[MA])许可，©2000 年专有版权属于 PRI 金融出版公司。

一份小问卷不可能完全可靠地测出你的风险容忍指数，然而却可以帮助你了解自己的风险忍受程度。它是由个人理财专家威廉·E. 唐纳休（William E. Donoghue）和《唐纳休货币信札》的编辑们共同设计的，旨在帮助你测定你所乐意接受的风险到底有多大。

3. 不论数目多小，坚持按时储蓄，肯定有好回报

在讲述资产配置指南之前，你需要了解最后一条基本准则。如果此刻根本没有资产以供配置，你又能做些什么呢？许许多多收入微薄的人会认为攒下一大笔养老的钱简直就是天方夜谭，如果要使养老金变得有意义，你就得有 5 万或 10 万美元，而这些数目在他们看来根本是遥不可及的。别泄气，事实并不像你想的这样糟！只要你能持之以恒地每周存入一小笔钱，就如同“薪金储蓄计划”所做的那样，最终，你将称心如意地拿到你所梦想的养老金。每周你能存下 23 美元吗？要是为难的话，11.5 美元总可以吧！如果行的话，好！要是你还有许多年可以工作，那么到你老的时候得到一大笔养老金又有什么难的呢？

下面的表向我们展示了一个每月存入 100 美元的定期储蓄计划，我希望它的结果没把你吓一跳。这里假设投资收益率为 8%，表的最后一列记录了各期累计的总市值[①]。显然，哪怕每次只存入一小笔钱，也完全有可能

① 我假设储蓄是通过个人退休账户（IRA）或其他有税收优惠的储蓄工具进行的，所以利息收入所得税可以忽略不计。

使你最终得到一笔理想的养老金，即便对那些开始时身无分文的人也同样如此。如果从一开始你便能存几千美元进储蓄账户，那么最终的数目会让你瞠目结舌。

如何建立退休基金：如果年复利率为8%（每月计算复利），则每月投入100美元所产生的回报

单位：美元

年份	累计投资	年收入	累计收入	总价值
1	1 200	53	53	1 253
2	2 400	157	210	2 610
3	3 600	270	480	4 080
4	4 800	392	872	5 672
5	6 000	524	1 396	7 396
6	7 200	667	2 063	9 263
7	8 400	822	2 885	1 285
8	9 600	990	3 875	13 475
9	10 800	1 175	5 046	15 846
10	12 000	1 368	6 414	18 414
11	13 200	1 581	7 995	21 195
12	14 400	1 812	9 807	24 207
13	15 600	2 062	11 869	27 469
14	16 800	2 333	14 202	31 002
15	18 000	2 626	16 828	34 828
16	19 200	2 944	19 772	38 972
17	20 400	3 288	23 060	43 460
18	21 600	3 600	26 720	48 320
19	22 800	4 063	30 783	53 583
20	24 000	4 501	35 284	59 284
21	25 200	4 973	40 257	65 457
22	26 400	5 486	45 743	72 143
23	27 600	6 041	51 784	79 384
24	28 800	6 642	58 426	87 226
25	30 000	7 998	66 424	95 719
26	31 200	7 293	73 717	104 917
27	32 400	8 761	82 478	114 878
28	33 600	9 588	92 066	125 666
29	34 800	10 106	102 172	136 972
30	36 000	11 422	113 594	149 594

要是你每月只能存入 50 美元，这要比每周 11.5 美元稍稍多了一点，想知道结果吗？很简单，将表中数目除以二即可；如果是 200 美元呢？也不难，加倍就可以啦！不过，你最好要找一到两家不收费的共同基金来积累你的养老金，这主要是因为直接进行这种小额投资，其交易费用实在太高。况且，共同基金还允许将利息、股息和资本利得自动转为再投资，就像表中假设的那样。最后，再检查一下，看看你的雇主是否也为你建立了储蓄计划，显而易见，如果通过公司主办的"薪金储蓄计划"来进行定期储蓄，则你可以将自己的储蓄与公司替你出资的储蓄并在一个账户内，可全部享受所得税抵扣，这样，你的养老金会增加得更快。而且，公司的储蓄/退休计划（例如 403[b]、401[k]计划）还可以免征利息税。

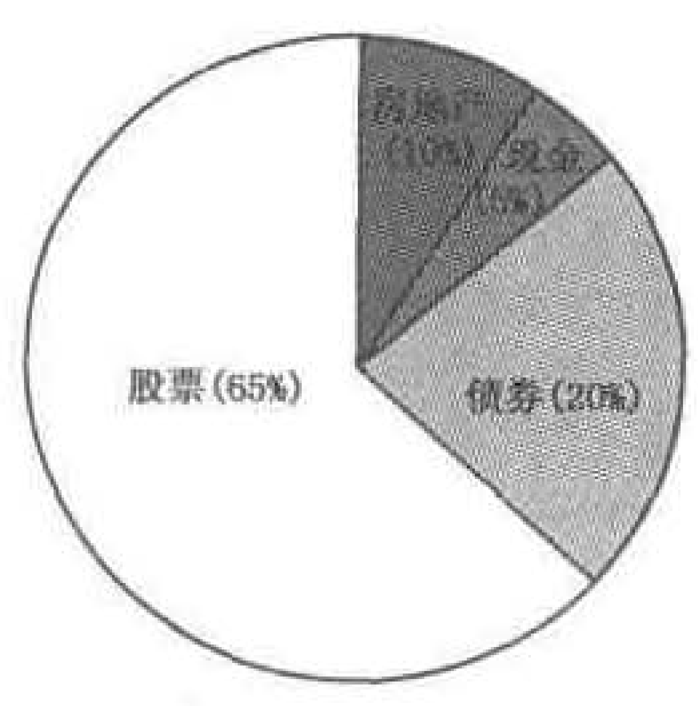
生命周期投资指南

下面的四幅图是对生命周期投资指南的一个总结。在《犹太教法典》中，以撒主教曾说过，一个人的财富应分为三部分：三分之一用来购买土地；三分之一用来购买商品（贸易），还有三分之一放在身边（以现金形式）。即便在现代人的眼中，这样的资产分配方法也非毫无道理。但因为我们有更加先进的金融工具、对资产配置有更多的了解，所以可以在古人建议的基础上加以改进，因人而宜地提出各种资产配置的方法。隐藏在这些建议背后的最质朴的思想在上面已经详细阐述过了。对二十多岁的年轻人来说，一个非常激进的投资组合是值得考虑的。

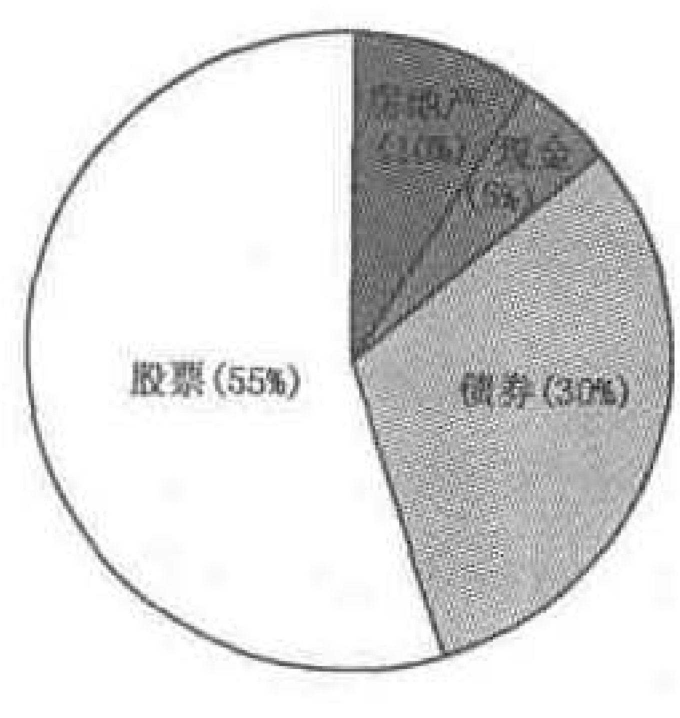
在这个年龄，有足够多的时间帮助他们平安地越过巅峰，走过谷底；也有足够多的时间让他们打工挣钱。因而，他们的资产组合构成中不仅加大普通股的比重，而且选股时还可以重仓持有高风险的小盘股和成长股，还可以包括大比例的国外股票。正如第八章提过的，投资国际多元化的一大好处就是可以降低风险。由于国与国之间经济活动的周期并非完全同步，所以，国际多元化的投资组合较之于仅仅立足于本国的投资，会为投资者带来更加稳妥的收入。而且，国际多元化的投资还能使投资者分享世界上其他地区经济高速发展所带来的好处。当今美国股市的总市值尚不及在全球金融市场上交易股票总市值的一半，可能世界上其他许多地方的增长机会要比现在的美国大得多。

当投资者开始步入老年时，他们应逐步远离风险较大的投资，并开始在投资组合中增加债券和经常派发高额股息的股票（还房地产投资信托）的比重。接近 55 岁时，投资者就应当开始考虑退休后的生活，相应地，投资组合的构成也应以增加收入为导向。债券比重增加，股票组合日益保守，更多关注投资带来的利息收入，较少关注资产升值。退休以后，我建议投资组合中主要应包括中期债券（五到十年期）和长期债券（十年期以上）。“持有债券的比重应和投资者的年龄等同”，这是一条为广大投资者所熟悉的经验之谈，然而，为了抵御来势汹汹的通货膨胀，你的投资组合中还是应保持 25%的普通股和 15%的房地产权益（REITs），它们可以确保你的投资组合在通胀来临时仍然具有保值增值能力。

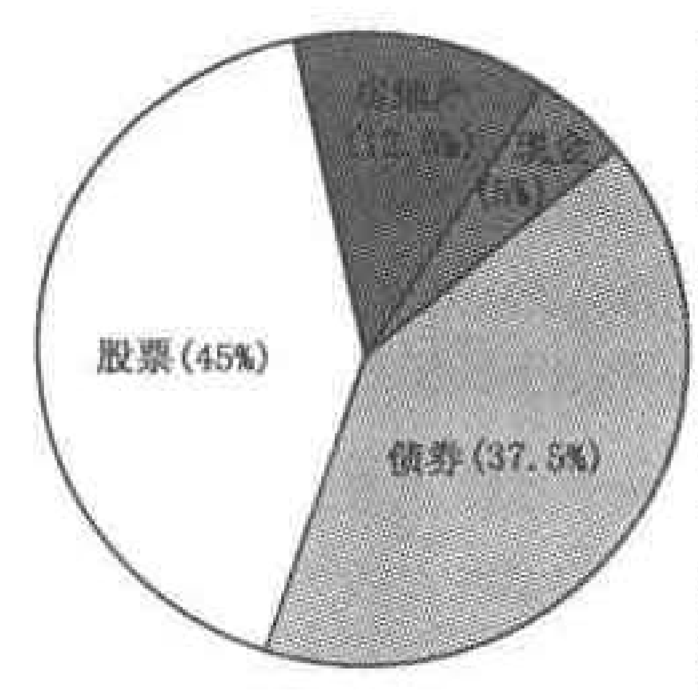
下面的几幅图总结出的生命周期投资指南仅包括常见的资产类型，而在第十四章中，我将向大家推荐几种可以长期购买的特殊基金，届时，你可以按照这里所讲述过的资产配置理论来加以购买。如果有人问我，什么样的金融工具适用于绝大多数投资者，我会毫不犹豫地告诉他：是指数基金。



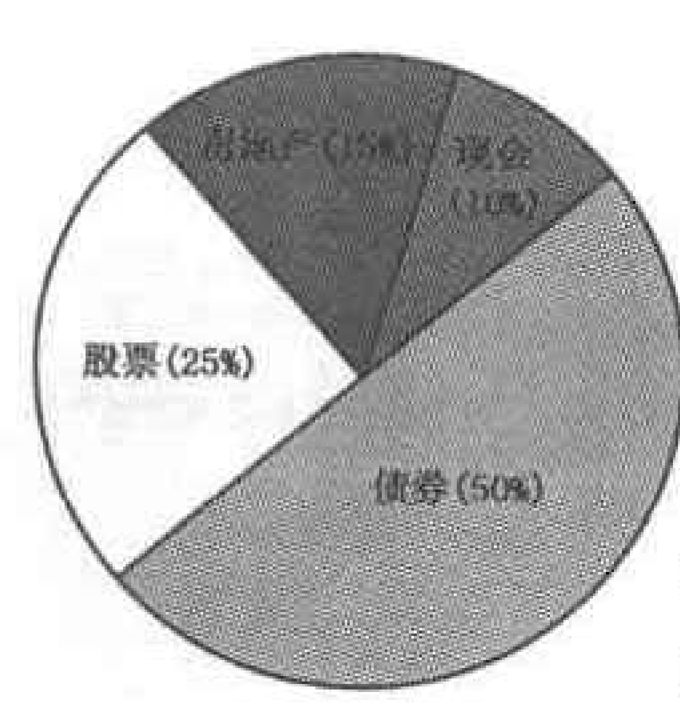
年龄：二十五六岁
特征：积极、进取，有稳定收入，风险承受能力较强，但缺乏储蓄养老的意识。
现金（5%）：货币市场基金或者短期债券基金（平均到期年限一年至一年半）。
债券（20%）：零息国债，不收费的政府国民抵押协会（GNMA）基金以及一些防通胀的国库券（约占投资组合的5%）。
股票（65%）：三分之二为具有代表性的美国国内小盘成长股，三分之一为国外公司的股票，包括新兴市场。
房地产（10%）：房地产投资信托或房地产共同基金。



年龄：35岁到45岁之间
特征：中年危机。对没有孩子的事业型夫妇来说，风险承受能力仍然较强，但是，为孩子高昂学费所困的中年人则逐渐丧失了对风险选择的主动权。
现金（5%）：货币市场基金或者短期债券基金（平均到期年限一年至一年半）。
债券（30%）：零息国债，不收费的政府国民抵押协会（GNMA）基金，或是不收费的高评级债券基金以及一些防通胀的国库券（约占投资组合的5%）；
股票（55%）：三分之二为具有代表性的美国国内小盘成长股，三分之一为国外公司的股票，包括新兴市场。
房地产（10%）：房地产投资信托或房地产共同基金。



年龄：55岁左右
特征：许多人仍然为孩子的大学学费所困扰，这个年龄群体，无论生活品位如何，他们都必须开始为退休做打算，收入保障问题也应该提上议事日程了。
现金（5%）：货币市场基金或者短期债券基金（平均到期年限一年至一年半）。
债券（37.5%）：零息国债，不收费的政府国民抵押协会（GNMA）基金，或是不收费的高评级债券基金，以及一些防通胀的国库券（约占投资组合的5%）*。
股票（45%）：四分之三为具有代表性的美国国内小盘股，四分之一为国外公司的股票，包括新兴市场。
房地产（12.5%）：房地产投资信托或房地产共同基金。



年龄：65岁以上
生活品位：一方面要享受晚年时光，另一方面还要随时准备支付高昂的医疗费用，因而，他们只有很小的或几乎没有风险承受能力。
现金（10%）：货币市场基金或者短期债券基金（平均到期年限一年至一年半）。
债券（50%）：零息国债，不收费的政府国民抵押协会（GNMA）基金，或是不收费的高评级债券基金，以及一些防通胀的国库券(约占投资组合的5%)*。
股票（25%）：主要由高品质的、具有代表性的小盘成长股构成。
房地产（15%）：房地产投资信托或房地产共同基金。

生命周期投资指南：资产/储蓄配置推荐

注：* 如果持有的债券不属于税收优惠的退休计划范围，则应购买免税债券。

我向大部分人推荐基金而不是股票，主要是基于两点考虑，首先，市场上的大多数投资者没有足够多的资本可供分散化投资以降低风险。当然，如果你资金充裕，买得起股票组合，这样做也未尝不可。其次，我也了解，大多数年轻人还没有大量的资产，他们尚处于“资本原始积

累阶段”，这些因素使得共同基金几乎成了大众的必需品。你不必完全照我推荐的基金买（我会给大家选择的余地），但你至少要相信它们确实是你今后生活中不可多得的投资品种，因为它们真正做到了不收手续费和交易成本低廉，更重要的是它们能产生收入现金流。

你或许也发现，在我的推荐中总少不了房地产。我先前说过，每个人都应当努力去拥有自己的家，每个人也都应当有一定的房产在握，因此，我们持有的部分股权就应当投资于房地产投资信托（REITs）或是本书第十一章描述过的房地产共同基金。至于持有什么债券，我还是倾向于应税债券。当然，如果你处在最高的应税所得类别中，并且居住在像纽约这样的高税区，更不走运的是你持有的债券还不在退休计划之列，那你还是持有免税的货币基金比较合算，你也可以根据所在州的法规选择合适的债券，把联邦税和州所得税都给免了。

第十四章

三步走上华尔街

一年收入20镑，一年支出19镑又6便士，这样的生活挺不错。

一年收入20镑，一年支出20镑又6便士，如此的结局可不妙。

——查尔斯·狄更斯(Charles Dickens)，《大卫·科波菲尔》

这一章要告诉你几条购买股票的原则，此外，还要向你推荐一些特殊的投资工具，你可以运用本书第十三章中讨论过的资产配置理论来购买它们。到目前为止，在面对税收、房产、保险这类问题时，想必你已经可以应付自如了；而对于如何最大限度地利用手头的现金，你也肯定有自己的一套办法。也许你会说："这有什么！除此之外，我还清楚自己的投资目标，自己

的年龄层次和自己的风险态度，当然，我还知道自己会把多少钱投入股市!”如果真的是这样的话，那么好吧！是时候了！让我们到三圣堂快速地做个祈祷，然后迈开大步走向华尔街，不过，你得格外留神两旁的墓地！我的建议能使你避免那些代价沉重的错误和毫无必要的交易费用，而且还能让你在无风险的情况下小有斩获。我不是上帝，我不能创造奇迹，但我的的确确知道时常让自己的资产收益提高一两个百分点的意义，它可不同寻常，有时也许正是这一两个点，便决定了最终结局的或喜或悲。

你打算怎样购买股票呢？简而言之，有三种方式，我称之为:“傻瓜投资法”、“我行我素法”和“替身操作法”。

运用第一种方法，你只需简单地购买各类指数基金，然后构成自己的投资组合即可，但要注意，这些指数基金应分别追踪不同类型的股票(如大市值股票、小市值股票、REIT、国外股等)。这种方法有它自身的优点，想必你也看得出，那就是绝对容易。即便是一边嚼口香糖一边闲逛都觉得困难的傻瓜也可以轻松地驾驭它，而且当各类资产被视为一个整体时，还可以确保你每年获得同样的收益率。实际上，是市场在“拖”着你走。

在第二种情况下，你可以亲自漫步于华尔街，然后挑出想要的股票，毫不犹豫地买下它。不过，你会发现这样的回报率要么远远高于指数基金，要么则远远低于指数基金。这种方法有时也很有效，而且，那些不愿采用其他方法的投资者还会认为，这将带给了他们很多的刺激和乐趣。尽管如此，我还是认为它并不值得推广。但是，你若是坚持想用这种方法投资股票，我依然乐意向你提供

一系列选股准则，它们会使你成功的机会更大一些。

至于第三种方法，你只需稳稳地坐在场外，选择一位信得过的职业投资经理，让他代替你在华尔街上驰骋就可以了。达到此目的最为谨慎的方式就是购买共同基金。在本章的后面(和《漫步者地址簿》中)我会就如何挑选适合自己的基金提出有益的建议。

在本书前几版中曾介绍过一种我称之为"麦基尔法"的投资策略，它的含义其实就是以大大低于净资产的价格购入封闭式基金。在本书第一版问世时，有的封闭式基金折价高达40%，如今，随着基金定价的日趋有效，折扣已经变得微乎其微了。然而，现在的投资世界较之以往变得更加宽广了，那些视野开阔的人不难发现，就某些特定的基金而言诱人的贴现依然存在，我想精明的投资者是不愿错失良机的。"麦基尔法"将在后面详细加以介绍。

"傻瓜投资法"：投资指数基金

标准-普尔500指数，就是这个代表了美国普通股总市值75%的综合体，在漫长的岁月中，几乎战胜了所有的投资专家。购买所有的成份股组成的一个投资组合是持有股票的一种便捷的方式。早在1973年时(在本书第一版中)，我就认为这种方法应是广大中小投资者所迫切需要的：

> 我们所需要的是一种不收手续费而且管理费最低的共同基金，它不必为了捉住"黑马"而不停地买卖

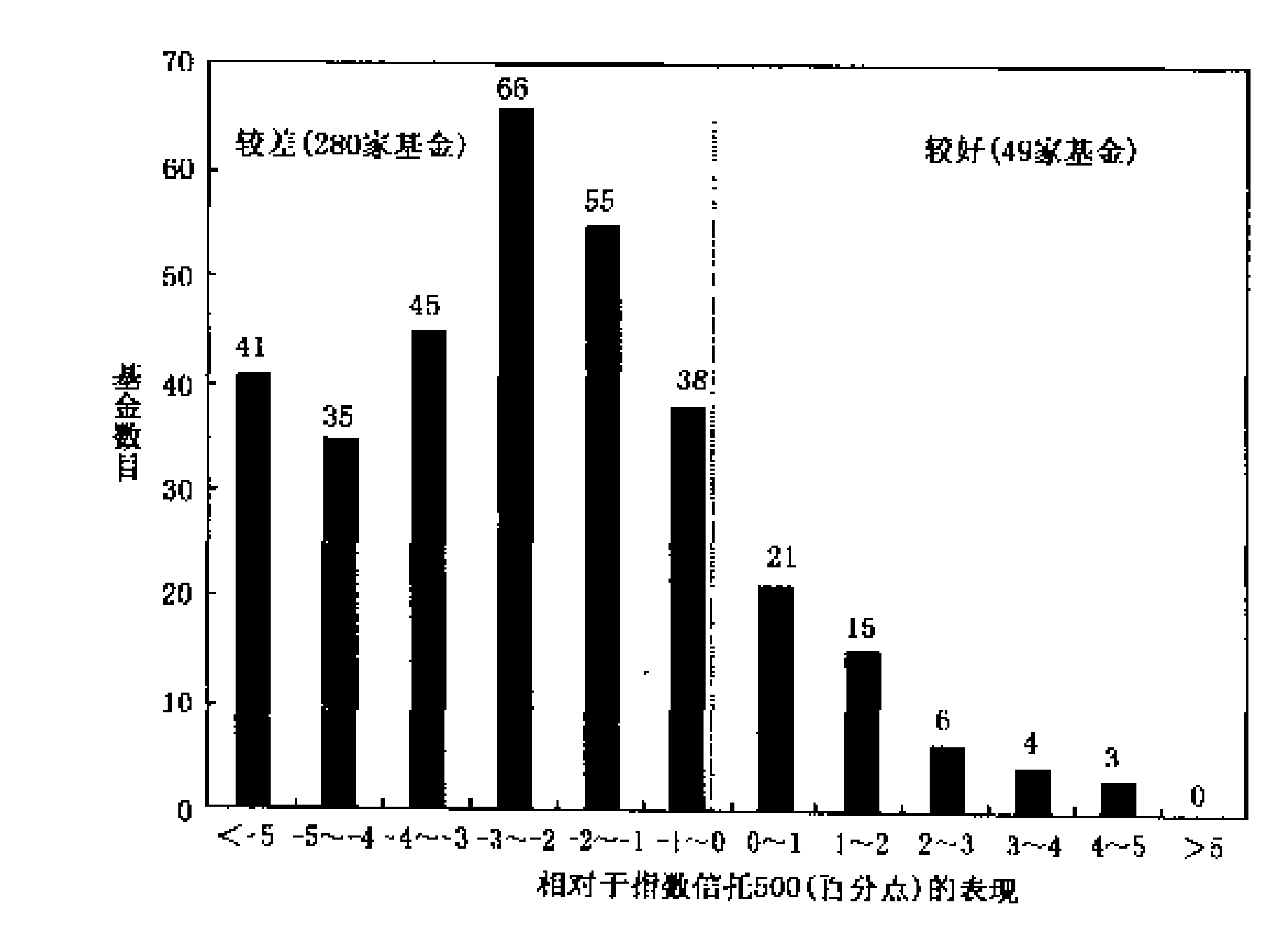
股票，它所要做的非常简单，仅仅就是购买构成市场指数的那500只股票。无论何时，只要共同基金的表现逊色于大盘平均水平，基金发言人马上就会跳出来辩解："你们只能买到股票，而买不到什么'平均水平'！"。是公众该做点什么的时候了！

就在我的书出版后不久，"指数基金"的思想便受到了关注。一开始，只有养老基金为其客户提供了这样的投资机会。但是，资本主义的一大好处就在于，无论什么产品，只要市场上有需求，通常总会有人把它生产出来。于是在1976年，第一种按照"指数化策略"运作的基金诞生了，它就是"先锋指数信托"（也就是众所周知的"500投资组合"）。它按照各只股票在标准-普尔500标准-普尔标准指数中的权重购进这500只股票。每位投资者按比例分享净收入和基金组合的资本利得，同时共同承担资本损失。其管理费用（包括托管费，收发股息的成本和为投资者提供财务报表的开支等）不足总资产的20个基点，这要远远低于大多数共同基金和银行信托部门收取的费用。现在，你已经可以既轻松又便宜地买到"整个市场"了。到了今天，大多数基金群组都会提供标准-普尔500指数基金，除此之外，还有一只专门的标准-普尔500指数基金积极地活跃于美国股票交易所。

这种策略背后的逻辑其实就是有效市场理论的逻辑。平均而言，标准-普尔500指数的长期表现较之于机构投资者要好，这一结论已经为众多的研究所证实，这些在本书前几章已经提过，不再赘述。举例而言，在1974～1998年期间，3/4的公开发行的共同基金表现不

敌标准-普尔 500 指数，后者的平均年收益率高于中等基金约 2 个百分点。

对养老基金和银行、保险公司所联营的权益基金也作过类似的研究，但结果如出一辙。在 80 年代到 90 年代期间，将近 2/3 的机构投资者成为了标准-普尔 500 指数的手下败将。由下图我们不难发现，一向以追求价值和成长著称的共同基金，其或多或少能够战胜指数基金的家数竟然屈指可数。



截止到 1998 年 6 月 30 日，成长—价值基金与指数信托 500 基金在最近十年的收益比较

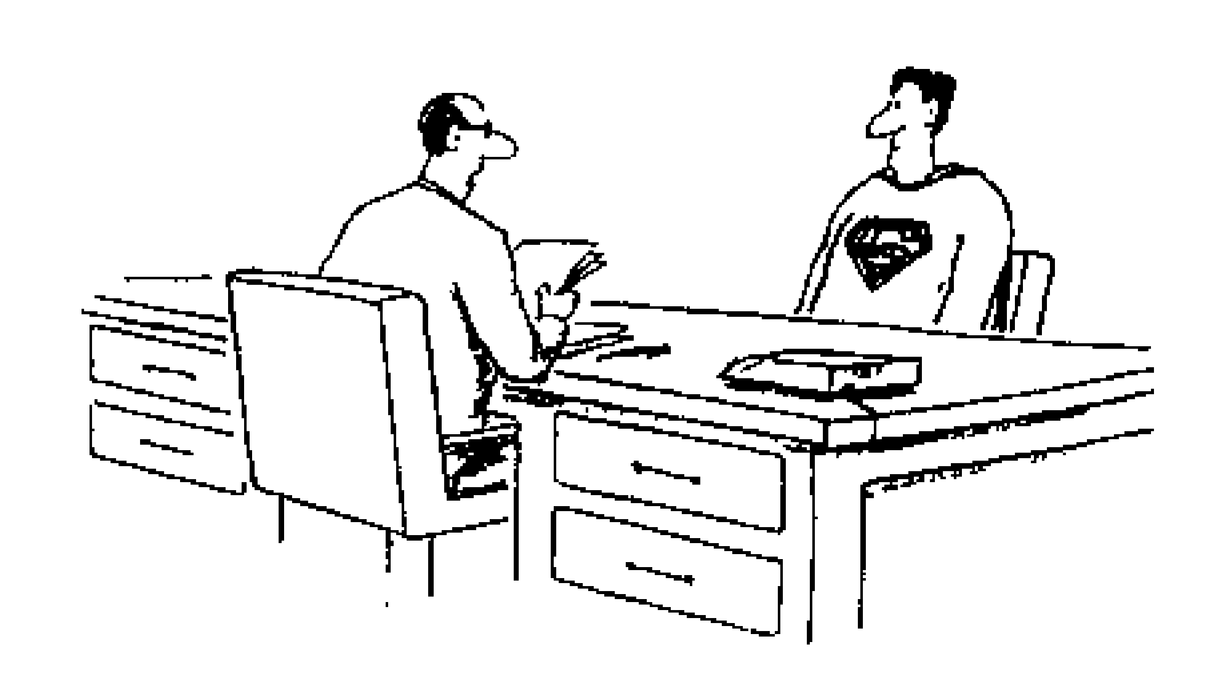
指数基金的回答：一个总结

现在，让我们来总结一下，作为实现个人投资目标的基本工具，指数基金的优势何在？一般而言，指数基金带

给投资人的收益率要高于职业经理人两个百分点。它之所以能有这样的过人表现，有两点至关重要：管理费用和交易成本。公开发行的指数基金，其管理费用一般为 20 个基点；而同为公开发行的共同基金，每年花去的管理费用竟高达 150 个基点(1.5 个百分点)。而且，指数基金仅在必要时才进行买卖，相形之下，活跃的共同基金的换手率普遍维持在 100%，更高的情况也屡见不鲜。即便是最为保守的估计，如此之高的换手率也要再耗去总收益的 50 到 100 个基点。就算股票市场并非完全有效，机构投资者作为一个整体，其表现也不可能好于大市。因而，在管理费用和交易成本的双重劣势下，它们的回报不尽如人意也就不足为奇了。不幸的是，积极的投资经理们不像广播明星加里森·凯勒(Garrison Keillor)那般好命，有一个梦想的家园沃伯根湖，在那儿，所有的孩子都能超凡脱俗、与众不同(即高于平均水平)。

指数基金在税收方面也有其得天独厚的优势。它允许投资者推迟资本利得的实现，而且，如果这些基金的股份是要作为遗产日后留给后代的，则还被允许完全不实现这些资本利得。从某种角度上看，股价长期向上的趋势还在延续，因而从一只股票转向另一只股票很可能使你获利，但别忘了，这是要纳税的。因为过早地实现资本利得会使净收益大幅缩水，所以，税收因素需反复斟酌。在这方面，指数基金操作不频繁，从而省去了不少资本利得税。

相对而言，指数基金也好把握一些。如果你买的是积极管理的基金，你永远都不能确定，与其同行相比，它



一位客户对他的投资经纪人说：一下便能跳过高楼确实厉害，
但你能逾越标准-普尔500指数吗？

注：1998年版权属于托马斯·查内，复印已获许可。

究竟会有什么样的表现。而如果是指数基金，你便有理由相信它将追随指数同进退，所以很有可能击败身边的对手。而且，指数基金总是进行最全面的投资。你不要轻信那些投资经理们的夸夸其谈，他们总爱标榜自己能够让资金随着市场的节拍翩翩起舞，可是我们从未看到过市场的节奏在起作用。最后一点，指数基金也更容易评估。在1998年6月期间，市场上各类共同基金共计有3 344家，若想预测未来谁将独领风骚，简直比登天还难。而有了指数基金，你便能确切地知道未来的收益，而且整个投资过程也简单得让人难以置信。

尽管事实就放在眼前，但还是有投资者相信卓尔不群的基金是一定存在的，那么，尚有两个问题摆在这些投资者的面前：第一，这种高超的操盘技术实在是少之又少；第二，在通过时间证明它自身之前，我们似乎找不到一条有效的途径来识别它。保罗·萨缪尔森的这个比喻

可谓一语中的。有证据显示：在每二十个酗酒者中就有一人有可能转变为文明的饮酒者。但有经验的临床大夫会告诉你："即便这是真的，你最好还是当它是假的那样处理，因为你永远不可能从二十个人中找到那个想回头的人，就算是找到五个人，你也是注定要失败的。"萨缪尔森最后的结论就是：投资者最好还是趁早放弃那种大海捞针的念头。

机构投资者间的股票交易就像是"总量守恒运动"，尽管彼此都费尽心机，但最终都是盈亏相抵，一无所获，而且投资经理所花去的佣金还得一文不少地从那糟糕的收益中扣除。就像身手矫健的灵猩总也追不上机械兔子那样，我们的职业投资经理们似乎也命中注定要输给呆板的大盘。恐怕很少有人知道，像英特尔、埃克森、福特、美国电话电报公司、哈佛大学退休权益基金和纽约州教师协会这样的机构投资者都已纷纷将大量资金投向了指数基金。在 1977 年，只有 10 亿美元投资于指数基金，而到了 1998 年，被"指数化"了的投资基金已拥有了超过 1 万亿美元的资产。

你还犹豫什么呢？不错，一旦你买了指数基金，也就意味着在高尔夫球俱乐部中，你可能再也没有机会向人吹嘘自己是如何抓住"黑马"并从中大捞一笔的辉煌经历了。指数基金分散化的特性排除了你巨亏的可能，但与此同时，也肯定使你失去了暴富的机会。许多华尔街的评论家就此认为投资指数基金实为庸人之举。然而，过去所发生的一切让我们不得不正视一个事实：较之于投资基金，指数基金带给了投资者更高的回报，而前者由于

名目繁多的投资咨询费和高不可攀的换手率，只能甘居人后。许多人会发现如果在每一次股市的起落中都能得到一份稳定的回报，那的确很吸引人。当然，这种策略不可能完全杜绝风险，大盘若是“走熊”，你的投资组合也肯定会贬值。

对中小投资者来说，指数投资法还有其他的诱人之处。它使你不必拥有大量的资金便可充分释放风险，而且还能省去不少的佣金，若换成你个人独立地进行小额交易，你几乎要为每一股中的每一美元支付高昂的佣金（即便经纪人“手下留情”也无济于事）。相反，指数基金却可以汇集庞大的资金，从事大宗股票的买卖，这样，交易成本就变得少多了。指数基金还负责将所持股票的股息加以汇总，然后在每季度末再以支票的形式返还给投资者（当然，要是你愿意，也可以作为再投资以增加基金的持有份额）。总而言之，若是你想既省力又省钱地获得一份稳定的市场回报，指数基金将会是一个明智的选择。

广义“指数化”

“指数化”策略是我早在 1973 年本书第一版时便提出的一种投资策略，那时候甚至连指数基金还尚未诞生。显然，到了今天，指数基金的时代已经来临了。目前，使用最为频繁的是标准-普尔 500 指数，它很好地代表了美国股票市场上主要的大公司。但是，作为使用标准-普尔 500 股票指数最早的倡议者，我不得不稍稍修正一下自己的观点。虽然，对于“指数化”策略，即“被动式（消极）投资”，我仍旧情有独钟，然而，我还是要对市场中出现的

狭义的“指数化”思想提出善意的批评。如今，许多人错误地将“指数化”策略与标准-普尔 500 指数简单地等同起来，却忽视了它独霸天下的局面已经一去不复返了。在标准-普尔 500 指数中唱惯主角的大市值的国内股恐怕很难将自己过去的辉煌再带入新的世纪，面小市值股的长期优越性会帮助它重新确立自己在华尔街的地位。一些分析家担心，90 年代末、市场对大公司的热衷有可能将我们再次卷入类似 70 年代的“最优 50 股”的狂潮中。所以，现在我认为，如果你只想买一只指数基金的话，最好的选择应是更具竞争力的威尔夏 5 000 指数，而不是走红的标准-普尔 500 指数。[①]

我这么说有两个理由。第一，由于市场上对“指数化”策略如此青睐，以至于它很可能会影响到指数成份股定价的合理性，这一点，在指数构成时而发生的不可避免的变化中，我们可以看得尤为真切。在席卷八九十年代的并购浪潮中，许多标准-普尔 500 的成份股不复存在，只得将它们从指数中剔除出去，取面代之的是一些此前从未入选过的“新面孔”。有结果显示，这些新入选的公司仅仅凭此一项“殊荣”，股价便可至少上扬 5 个百分点（至少短时间内是这样）。为了使投资组合的收益继续与大盘保持同步，指数基金的经理们被要求购入这些新公司的股票（按其规模大小以及在指数中的权重）。因此，人们对标准-普尔 500 成份股的迷恋使它们的定价比之

① 虽然道·琼斯工业平均指数和标准-普尔 500 指数在金融媒体中更出风头，但《华尔街日报》还是在每天都登出了威尔夏 5 000 指数的数值。

非成份股普遍呈过高的态势。任何一种投资理念，当它被市场捧上云端时，它的价值可能早已没有这样的高度了。

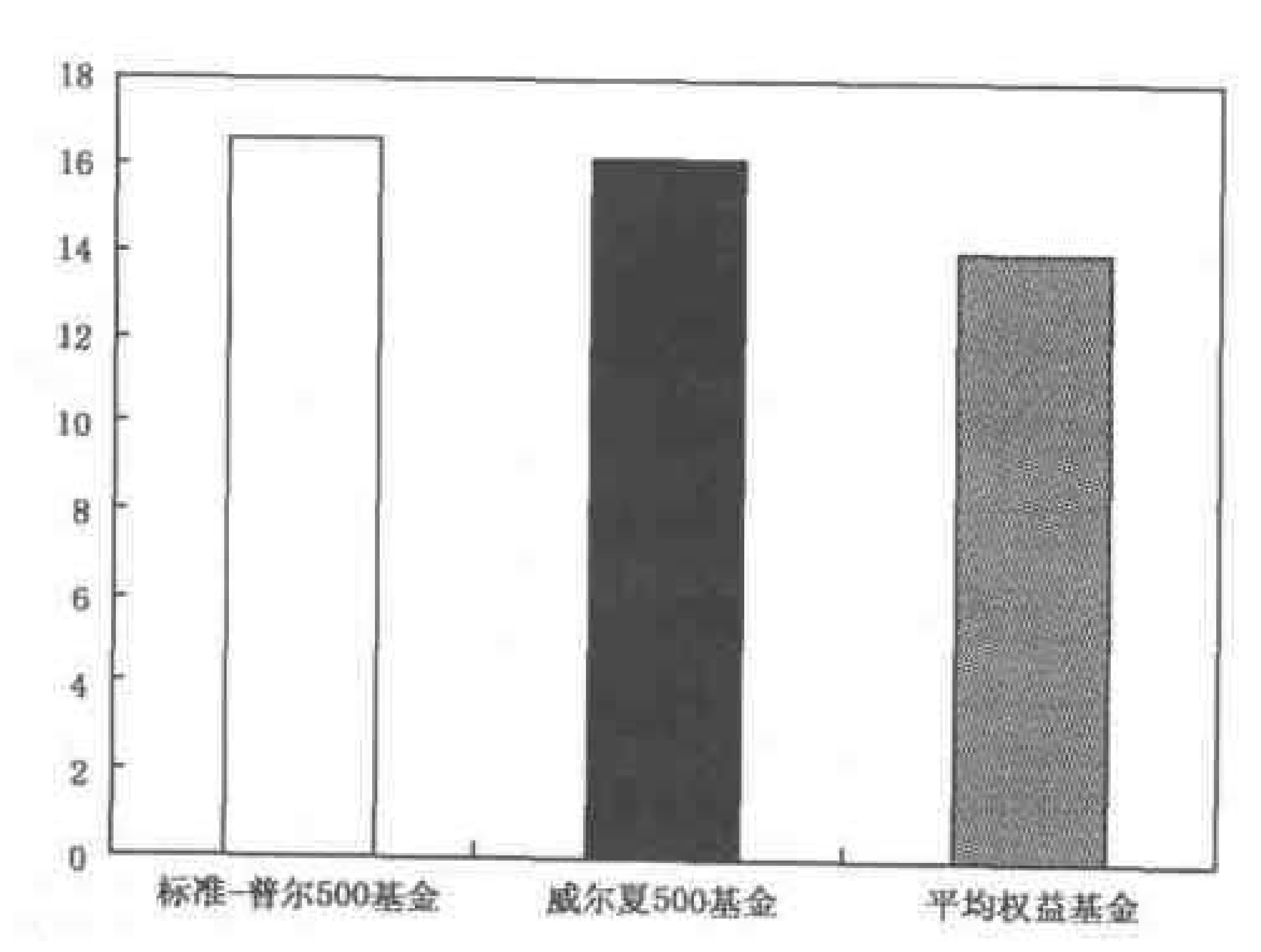
此外，我主张采用更加宽泛、涵盖面更广的指数，还有另一个理由。综观股市70年的历史，总的来看，小盘股的表现要好于大盘股。举例来说，在1926～1997年期间，由小盘股构成的投资组合年收益率高达12.5％，而大盘股构成（例如标准-普尔500成份股）的股票投资组合只有11％的收益率。诚然，小盘股的风险比大部分的蓝筹股来得大，但问题是，一个充分多元化的小盘股投资组合却可以带来安全丰厚的回报。而且，正如我在本书第十二章中谈到的，在1998年，小盘成长股的定价比之于那些在标准-普尔500指数中举足轻重的大市值股要更加诱人。基于上述理由，我主张投资于更有代表性的指数，包括那些由即将进入成长期的充满活力的小公司构成的指数。

记得我在《漫步华尔街》第四版中曾说过，标准-普尔500指数距离完美的市场代言人还有相当大的差距。接着我又说："如果能有基金专门购买小公司（比方说那些在美国股票交易所和纳斯达克上市的公司，因为这当中有相当比重是小型成长股和资源股）的指数，那就更加理想了。"幸运的是，这种共同基金家族已经应运而生了，它就是先锋集团。

让我们再回到标准-普尔500指数，它主要是由一些知名企业组成的，这些企业的股票市值占到了整个股市的75％。毫不夸张地说，剩下25％的市值则涵盖了成百

上千的小企业，这些新兴的公司在大多数情况下都能提供较高的投资回报（自然也蕴含了较大的风险）。而威尔夏5000指数则囊括了所有在纽约股票交易所、美国股票交易所和纳斯达克公开交易的股票。事实上，这一指数是由 6 000 多种证券构成的，可谓是当今美国股市中最具代表性的指数。现在，已有越来越多的共同基金开始使用威尔夏5000指数，这样的指数基金通常称之为“完全市场投资组合”。

下面的那张图对比了标准-普尔 500 指数，威尔夏5000指数以及普通权益基金的年收益率。虽然，过去的辉煌并不意味着未来的成功，但现有的数据却告诉我们前两者能带给投资者更高的回报。



年收益率——指数与一般权益基金经理的较量
（为期 20 年，到 1997 年 12 月 31 日止）

而且，与“慈善”不同，“指数化”策略无需始于家庭，

终于家庭。就像我在本书第八章所主张的，投资者可以通过多种途径来降低风险：你可以将房地产纳入投资组合，也可以将部分比例的资产投向债券，当然还可以通过全球分散化投资来降低风险。正因为这样，所以我从来不主张投资者只购买一只指数基金，而不持有其他证券，但这也不意味着我开始反对"指数化"策略了。当今市场上已经出现了盯住国际市场走势的指数基金，例如：反映欧洲、大洋洲、远东市场(EAFE)的摩根·斯坦利资本国际指数以及反映新兴市场的摩根·斯坦利资本国际指数。而且，也出现了持有房地产投资信托(REITs)的指数基金，这些基金的表现也要好于单纯投资于房地产的积极管理的基金。与之相类似，债券指数基金的收益也比普通的债券基金强。

特定的指数基金投资组合

下表列出了指数基金精选出来的投资品种，投资者可以从中加以选择以构成自己的投资组合。我们还特别为55岁左右，我称之为"衰老的婴儿潮一代"的这个群体推荐了合适的投资比例，而不是这个年龄段的投资者也完全可以照搬这些金融产品，只不过需要根据自己的年龄对其中的比例适当加以调整。当然，你也可以根据个人的风险态度和风险承受能力调整各类资产的比重。那些为了获暴利而甘愿冒大险的投资者可以降低债券的持有比重，而需要获得稳定收入以维持生计的投资者则可以增加房地产投资信托(REITs)的持有量，因为它能带来更多的现金收入。

“衰老的婴儿潮一代”指数基金投资组合

现金(5%)[①]
富达斯巴达货币市场基金，或T. 罗伊价格基本储备基金，或是先锋基本货币市场基金
债券(37.5%)[②]
德雷弗斯债券市场指数(基本)基金，或嘉信完全债券市场基金，或先锋完全债券市场基金
房地产权益(12.5%)
先锋房地产投资信托(REITs)指数基金
股票(45%)
美国国内股(34%)
嘉信1000指数基金、T. 罗伊价格完全市场基金、先锋完全市场基金
发达国际市场(7.5%)
德雷弗斯国际(EAFE)指数基金，或富达斯巴达国际(EAFE)指数基金，或5%的先锋欧洲指数基金、2.5%先锋太平洋指数基金
新兴国际市场(3.5%)
先锋新兴市场指数基金

在这里提醒一句，我是假设你持有的全部证券或至少大部分证券是居于具有税收优势的退休计划之列的，当然，你持有的全部债券也同样应该是在此账户中的。情况若非如此，那你还是去购买免税债券，而不要购买应税的固定收益债券为佳。还有，如果你持有的普通股也在应税之列，那就考虑改持下面即将论述的税收管理指数基金。最后一点，我已从不同的共同基金综合体中挑选了一系列指数基金以供选择。因为，我本人是先锋集

① 短期债券基金或免税的货币市场基金可由上述货币市场基金中的一种代替。

② 尽管在指数基金投资组合中作这样的推荐似乎并不合适，但我仍然建议投资者将部分债券投资组合(约占总投资组合的5%)投向防通胀国库券。

团的董事，所以，我想确保其中包括更多的非先锋集团管理的基金，其中列出的所有基金都有适中的费率，并且都不收取手续费。关于这些基金更多的信息，包括电话号码，网址都已悉数列在本章后面的《漫步者地址簿》中。

税收管理指数基金

上面已经说过，“消极投资组合管理”(即简单地买入并持有指数基金)的一大优势在于，它可以最大限度地减少交易成本和税收。斯坦福大学的经济学家乔·迪克森(Joel Dickson)和约翰·肖文(John Shoven)经过研究发现，税收因素确实不可小觑。通过对 62 只共同基金的长期样本数据的分析，他们发现，如果不考虑税收因素，1962 年投资的 1 美元，到了 1992 年将增值为 21.89 美元。然而，除去所缴纳的股息收入所得税和资本利得税后，一个高收入者 1 美元的投资，在同样期限内只能增值为 9.87 美元。

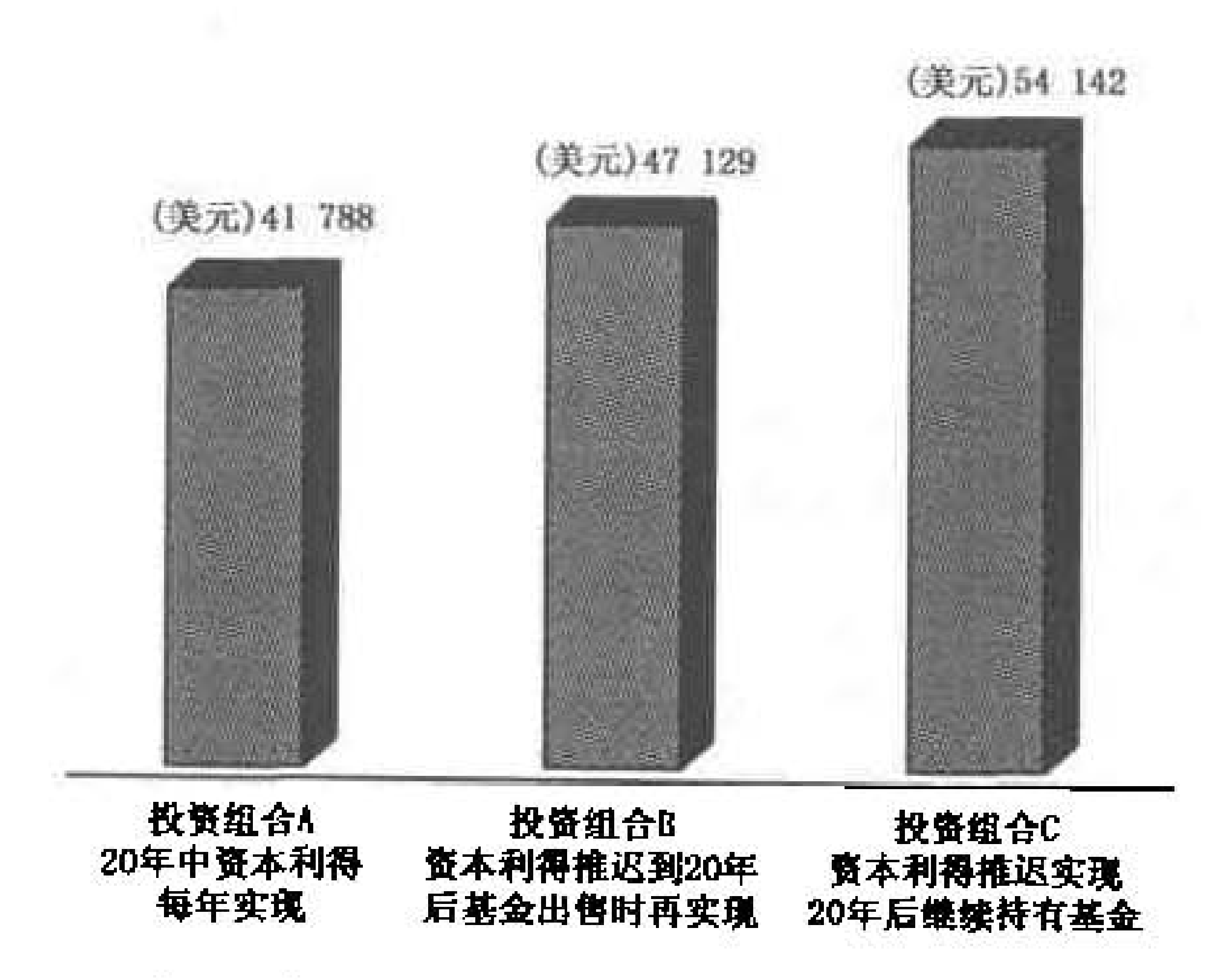
指数基金在很大程度上将使这个问题迎刃而解。它们不会频繁地买卖股票，这样便可免去资本利得税。然而，就算是指数基金，有时也会实现部分需应税的资本利得。这种情况的发生常常是情非得已：它或者是因为构成指数的某个公司被收购，或者是因为需要被迫出售持有的股票。后一种情况的发生，往往是由于共同基金持有人要求赎回基金份额，这样的话，基金就必须出售股票以筹集资金供赎回之用。因此，面对税收问题，指数基金也不能提供一条完美无缺的解决途径。

向那些避税意识强的投资者推荐一种新的共同基

金，它就是先锋集团旗下的税收管理基金："成长投资组合"。它是一只标准-普尔 500 指数基金，尽管从名字上看不出，有时候名字是不能完全说明问题的。它通过推迟资本利得的实现达到了税收最小化的目的，这儿有一个对它运作原理的简单解释。假设基金在 20 年间获得一个税前 10%的年收益率（股票市场的长期平均收益率），其中，3%来自于股息，7%来自于股价的增长（即资本利得）。下面的图显示了一笔 1 万美元的初始资本分别投向三种不同的投资组合所得到的不同回报。投资组合 A 每年都分配需应税的股息收入和资本利得，而组合 B、C 只分配需应税的股息收入，并不实现资本利得。对组合 B 而言，20 年后将其出售，实现资本利得并缴纳税金；而组合 C 将被一直持有，因而无需缴纳资本利得税，而且，相对于当前价值，证券的成本基础等于在逐步增加。最终表明：投资组合 B 的累计价值超过投资组合 A 5 300美元，而投资组合 C 则又高过投资组合 B 2 300 美元。

指数基金能通过以下方法推迟资本利得的实现。首先，指数基金的投资组合是以标准-普尔 500 指数为蓝本的指数化投资组合，因而无需进行"积极"的管理，从而资本利得也不会过快的实现。其次，遇到必须出售证券的情况时（比如为了赎回基金份额），可以先卖掉成本最高的投资品种。然而，如果持有期少于一年即要求赎回，则需支付 2%的赎回费；而持有期介于一到五年的，也需支付 1%的赎回费，基金希望通过此类惩罚性措施，将由流动性引致的强制出售量降至最低。最后，基金还可以卖

掉账面损失的股票，以此巧妙地抵消掉在所难免的资本利得。这样，指数基金虽不能毫厘不差地盯住指数，但至少也能做到八九不离十。



对一项为期 20 年、价值为 1 万美元的投资的资本利得课税所产生的影响①(到 1997 年 12 月 31 日为止)

资料来源：先锋集团投资公司。

先锋集团还有两个附属的税收管理基金。一个叫资本增值投资组合，它和成长型(标准-普尔 500 指数)投资组合极为类似，惟一的差别在于它使用的是罗素 1 000 指数，这种指数包括了更多的低红利的小公司。尽管这种组合更富有进攻性，但却丝毫无损于它在税收方面的

① 这个例子假设 3%的收益率来自股息收入(按边际所得税率 39.6%征税)，7%的收益率来自资本利得(按 20%的边际所得税率征税)。投资组合 A 每年实现并分配资本利得，同时缴纳相应的税收。投资组合 B 逐步积累未实现的资本利得，到第 20 年一次性分配并纳税。投资组合 C 也是逐步积累未实现的资本利得，但 20 年期满后继续持有，无需缴纳资本利得税。

优势，毕竟，其可供分配的股息较少。另一种叫平衡投资组合，其中包括等比例的资本增值投资组合（罗素1 000指数）和一组中期免税债券。对那些致力于长线投资，然而不幸身处高税区，并且所持股票还不在具有税收优势的退休计划之列的人来说，这两款低成本的指数导向型基金颇有价值，特别是当基金要作为遗产时，它们更显得意义非凡。

对个人投资者而言，“指数化”不失为一种既有用又可行的投资策略，同时，它也是我最乐于向个人和机构推荐的策略。当然，我也明白肯定也会有许多人认为它是一种枯燥无味的策略。无疑，那些天生的投机者们必然愿意采用自己的方法（和智慧）来选股，至少对部分投资他们会这样。对这些坚持己见的投资者，相信下面的“我行我素法”，会合他们的口味。

“我行我素法”：“深藏不露”的择股原则

人从呱呱坠地的那一刻起，冒险的冲动就无时无刻不在咬啮着我们的心灵，所以，我完全理解为何有如此之多的投资者，当他们亲自到股市中去捕捉“黑马”时，会显得精神百倍；而当他们置身于一个只能获取与大盘相同回报的安全的投资体系中时，却会觉得索然无味。但问题是，前者要花去你很多的工夫，而且还如我一再强调的那样，“常胜将军”实在罕见。然而，为了那些视投资为竞赛的人，这个部分将会介绍一种投资策略，它能帮助你获得理想的回报，至少使你在玩“选股”游戏时不致冒过大

的风险。

在将我的策略付诸实施之前，你需要了解从哪儿能获取投资信息以及如何选择适合自己的经纪人。绝大部分的信息你都可以在公共图书馆中找到。所以，你应该成为每天报纸中财经版的热心读者，特别是要关注《纽约时报》和《华尔街日报》。周刊中，《巴伦》应在必读之列，而像《商业周刊》、《财富》、《福布斯》这一类商业杂志中也有很多有价值的投资信息，它们对你的投资理念将会大有裨益。一些知名的投资咨询服务机构所出的读物也相当不错，你可以试着看看《标准-普尔 500 指数展望》和《价值线投资纵览》。前者是一本周刊，内容主要是一些投资建议；而后者则提供历史记录，当前评论以及主要投资品种的风险评级（β 系数），当然也少不了大量的投资建议。最后，通过因特网你也可以得到浩如烟海的财经信息和分析家们的评论。

当你在挑选经纪人时，如果确实需要帮助，你会发现自己可以免费利用本书第十一章所推荐的折扣经纪商的信息。对那些希望聆听众多投资理念的投资者来说，选择经纪行最重要的标准是着该公司能否提供高质量的投资建议。在决定之前，你应当扪心自问，你所选择的经纪行是否拥有一个具备一定投资规模的值得信赖的研发部？它是否有能力就多种投资选择提出全面的研究报告，而不是拿一张纸的玩意儿来蒙混过关。而且，你所选的经纪行还应当与众多机构投资者有业务上的往来，并能以最快的速度向你传递投资领域中不断涌现的最新观点和理念。虽然一般而言，这些报告和观点的价值并不

那么重要，而且那些大机构可能早已是先知先觉了，但是，如果你真的相信你就是那为数不多的总是可以把握市场脉搏的人，那么你应当去获取这些信息。等你的信息来源和经纪人都准备好之后，你就可以开始从容地选股了。

《漫步华尔街》写于 70 年代早期，在本书第一版中，我提出了四条成功的选股原则。我发现到了今天，它们依旧充满了生命力。事实上，正如我将要提到的，90 年代末的市场环境可能更加有利于它们走向新的成功。在前面的章节中，我已经简单地提到了其中的部分原则，现在将它们一一具体列出：

原则 1：你应当将你的选股范围限定在这样的公司里，它们要能至少连续 5 年保持高于平均水平的收益增长率。

想在茫茫股海中选出这样的公司，也许就和上市公司力图满足这样的“苛刻”条件同样艰难。持续增长不仅仅意味着公司收益和股息的增长，而且还意味着市场为公司“杰出”的表现所付出的股价也应得到同步的增长，这将进一步增加你的获利。因此，买入一只刚刚进人快速成长期的公司的股票，将会给购人者带来潜在的双重收益，即股息收入和股票价格的比翼齐飞。

原则 2：永远不要为一只股票合理的内在价值多付一分钱。

当然我明白你永远不可能估量出一只股票准确的内在价值，但同时我更加相信粗略的对它加以合理定价是完全可能的。大盘的市盈率便可以成为一个很好的起

点，你应该去购买那些与大盘市盈率保持一致或略高于它的股票。因此，我的策略就是在市场尚未充分认识到某只股票的成长前景并赋予其合理价格前，抓住这样的机会。正像我曾提到的，如果你我所期待的高速成长真的发生了，你就会得到双倍的回报——股息收入和股票价值都将上升，因而，你的钱包和公司的实力“共同壮大”应是顺理成章的。同理，你应当尽可能回避那些市盈率偏高且多年的业绩增长已充分“透支”在价格中的股票，因为一旦收益停止增长，甚至出现下滑，你便会陷入双重的麻烦之中——股票价格将伴随股息收入同步下滑，届时，大幅亏损将不可避免。[①]

有一点要提请大家注意的：原则2与“购买低市盈率股”的策略颇为相似，但决不可将二者简单等同。根据我的原则，只要一个公司发展前景不可限量，即使其市盈率略高于大盘平均水平，你购买它也是绝对正确的。所以，你可以称我的策略为“调整过的低市盈率策略”，即买入那些市盈率水平低于其发展前景的股票。如果你能准确合理地找到这类股票，你的回报也一定会“不可限量”。

原则3：市场上总会流传关于某些公司未来业绩增长的传闻，重要的是，如果投资者相信它们，并愿意为此搭建股价的“空中楼阁”，那么，购买这些股票将是有利可

---

① 早在1973年，我就提醒过投资者，不要去购买那些被高估的成长股（“一劳永逸”的最优50股），当时它们的市盈率大多攀升至60、70甚至80倍，而且，我还点了几只股票的名字。如果遵循原则2，你就能躲开70年代声名狼藉的“盲目投资”，也能使你安然度过本书第三章曾谈过的八九十年代股市中失去理智的狂热，不致重蹈覆辙。

图的。

我在本书第二章曾强调过心理因素在股票定价过程中的重要性。个人投资者也好，机构投资者也好，他们都不是冰冷的计算机，不可能先准确地估量出一只股票的合理市盈率，而后再发出买卖的指令。相反，他们都是有血有肉的人，在决策时都会受到贪婪、冲动、希望、恐惧等种种情感因素的影响，这就是为什么成功的投资者必须兼备高深的理解力和敏锐的洞察力的原因了。当然，市场也不是完全主观的，如果一个公司业绩的增长已成定局，那么股票价格几乎肯定将对此作出反应。然而，股票有时也像人一样，其中的一些就是比另一些更具魅力，而且一只股票的市场传闻越是得不到追捧，其股价波动的幅度就越小，价值回归的过程也就越慢。成功的关键在于先知先觉，你应当能洞察其他投资者的思路，并在几个月前就做好充分的准备。所以，我的建议就是问问你自己，你持有的股票的市场传闻能否吸引住投资大众？它能否产生梦幻般的蔓延效应？能否让投资者敢于在其上搭建起股价的“空中楼阁”，而且这个“空中楼阁”还的的确确是建立在公司真实的基础之上的。

原则 4：尽量少交易。

“赢家持股，输家卖股”，我很同意这句在华尔街广为流传的格言。这倒不是因为我笃信技术分析，真正的原因在于过分频繁的操作只是成就了经纪人的好事，或是在你实现了资本利得后向国家作贡献。你不要误会，我的意思并不是说永远不要卖掉获利的股票。如果当初促使你购买股票的市场环境已经发生了翻天覆地的变化，

特别是当市场中已经“处处开满了郁金香”的时候，昔日你持有的许多“潜力股”可能早已失去了投资价值，而且在你的投资组合中它们的比重也显得过大了，这就有点类似于70年代的“最优50股”狂潮和80年代末日本的投机泡沫。话虽如此，但想抓住一个合适的卖点毕竟十分困难，况且还有沉重的税负会包含其中。所以，我的投资哲学引导我尽可能减少交易的频数，但对于亏损的股票，就不必再“怜香惜玉”了。但在某些例外的情况下，我会在年度末之前就卖掉亏损的股票，之所以选择在这个时机卖股票，主要是出于税收抵减的考虑（当损失达到一定数量时）；而且可以抵消我已经赚取的资本利得。这样看来，由于降低了税负，承受账面的损失反倒在实际上减小了亏损的幅度。我也并不总是急于将亏损的股票出手，如果我所预期的业绩增长已经开始，而股价反应明显滞后时，我也可能继续持有这只股票。但我还是不主张在亏损的泥潭中陷得过久。特别是当果断的行动能产生立竿见影的税收好处时更是如此。

有效市场理论告诫我们，不管你的投资理论有多么明智，它也不可能使你稳获超过一般水准的回报，更何况业余投资者在运作时还漏洞百出。财务报告并不总是值得信赖的，而一旦有媒体披露了有关某公司的消息，市场便马上会将其考虑进去，并在股价上得以充分的体现。挑选个股就好比是在喂养已经“脑满肠肥”的豪猪，尽管你不断地学习各种投资理论和技巧，然后充满信心地定下自己的投资策略，再小心翼翼地加以实施，到了最后，结局又会怎样呢？虽然，我希望投资者在我的建议下能

够满载而归，但我十分清楚地知道最终的成功主要还是依赖幸运女神对你的垂青。

正是因为它危机四伏，所以挑选个股才变得如此引人入胜。我相信那四条选股原则不但可以使你免去高市盈率个股所带来的巨大风险，而且还有利于你获取适当的收益。令人振奋的是，90 年代来的市场环境为我的理论的成功运用提供了一个更加广阔的舞台。整个市场就像一个即将合拢的手风琴，无论是有着良好发展前景的小公司，还是一家默默无闻的公司，它们股价的市盈率正在逐步趋同，两者的差距相对以往接近了许多。想必你还记得，本书第四章的图曾向我们表明，相对于标准-普尔 500 指数，史密斯·巴尼新兴成长股指数有明显“缩水”的迹象。尽管在成长股的巅峰时刻，它们的市盈率一般都在标准-普尔 500 指数平均市盈率的两倍以上；但到了 90 年代晚期，它们早已是风光不再，比之于一般的股票，其“泡沫”已经非常有限了。最为吸引人的股票当属一批成长性公司，它们的收益和股息已连续多年将通货膨胀甩在身后。目前的股价应该说是合理的。所以，我说 90 年代末绝对是按我的原则进行择股的大好时机，不像 70 年代，想找一批合乎要求的股票以供选择简直比登天还难。

如果你真的愿意接受这个策略，也请你不要忘记在你身边尚有千千万万的投资者，包括那些“职业选手”也都在与你有着同样的打算，所以多次战胜市场的几率微乎其微。但是，对我们中的许多人来说，与市场一比高下的诱惑实在太大，几乎叫人不忍释手。即使他们知道击

败市场的机会十分渺茫，但还是愿意去碰碰运气。我的择股原则所要做的，就是使你在享受乐趣的同时，不致跌入风险的深渊。

"替身运作法"：雇用华尔街上的职业"漫步者"

投资有捷径：你所要做的不是费尽心机的物色"队员"（股票），而是要找到一位最好的"教练"（投资经理）。这些"教练"以共同基金经理的面目出现，人数多达三千有余，可以任君挑选。

除了通过多元化投资以分散风险外，共同基金还可以使你从择股的苦海中解脱出来重获自由，并且你也不必再为了令人厌烦的税收而整日抄抄写写、精打细算了。大部分基金同时提供一系列特别服务，例如，股息自动转为再投资和现金定期回收计划。作为一种投资工具，共同基金对于个人退休账户和基金计划（指自由职业者为退休而存款）有着更大的吸引力。

在本书前几版中，我曾向大家推荐过几位出色的投资经理，他们每个人都有长期管理投资组合的成功纪录，并且我还附了个人小传以介绍他们的投资风格。其实，有能力长期战胜市场的人本来就为数不多，而像他们这样的人则更是凤毛麟角。有两个原因使我在这版中放弃了以往的做法。

一来，除了沃伦·巴菲特以外，其他几位如今都已"退出江湖"。而且，进入90年代末，巴菲特所经营的贝克夏·哈撒韦公司的股价也已远远高于其所持有的资产

组合的价值，这使得它的吸引力大为降低。二来，我越来越相信，投资经理过去的成功经历在本质上对于预测未来是毫无意义的。寥若晨星的几个业绩始终不俗的例子，也仅是在苦苦企盼下偶然一闪而过的流星。

假如你坚持要投资于积极管理的权益共同基金，你真的相信自己独具慧眼，一定能选出未来的王者吗？有一条貌似真理的方法备受金融分析家和编辑的推崇，这就是购买近来表现最好的那只基金。在报纸和杂志的金融版中到处充斥着基金的广告，他们无一例外地宣称从以往的表现来看，自己的确是最棒的！这样的方法潜伏着两大隐患。首先，投资者应该意识到许多基金的广告本身就带有强烈的误导性。它们往往只有在特定的时段内，并且是在与投资基金中的特殊群体（通常是小基金）相比时，才能带上所谓“第一”的头衔。举个例子，有一家基金曾打出这样的广告词：“现在我们业绩第一，我们的基金看到过美国经济的繁荣，也伴随它走过萧条的低谷，历经十一任总统选举的风风雨雨。”乍看起来，这似乎意味着这家基金在 44 年中都傲视群雄，位居榜首。然而，所有的秘密都隐藏在星号所提示的注脚中，真实的情况是它们仅在某一个季度里，而且是在和资产额在 20 亿至 50 亿美元之间的基金相比时才侥幸的当过一次“冠军”。

让我对过去的表现产生质疑的更为重要的原因在于，某一时期的业绩与下一个时期的投资结果之间没有长期的必然的联系。我对共同基金长达 25 年的市场表现进行过研究，结论在我意料之中，投资者若想通过购买近期表现最好的基金来达到超过大市的目的，只能是痴

人说梦。尽管历史上也曾有过那样的年代(例如70年代),使得基金的表现得以年复一年的领先于大盘;尽管历史上也曾有过几个传奇式的人物(例如,沃伦·巴菲特),他们在不断续写自己的投资神话,但这毕竟只是特例,在一般情况下,想要长盛不衰是不大可能的。你不能指望曾经叱咤一时的共同基金会一直带给你不俗的回报。再强调一遍:过去不等于未来。

我已经实证检验了一种投资策略,凭借这种策略,投资者会在每年年初,根据过去一年的表现对所有权益基金进行排序。在这种值得商榷的策略中,我假定投资者购买排在前十位的基金,或是前二十位的基金,以此类推,而且投资者会把上一年度排名靠前的基金替换为本年度排名在先的基金。我暂时不考虑手续费和赎回佣金,其实对于某些基金来说,这笔数目可不算小啊!研究结果显示:在70年代这种方法的确收效显著,然而进入80年代之后,如果继续沿用这种方法,不仅会让投资者的回报低于共同基金的平均收益,甚至连标准-普尔500指数的表现也要比它强许多。当我们将排名的期限延长至2年、5年甚或10年时,然后再进行类似的研究,结果仍旧如此。就算连交易费用都忽略不计,你也不能通过买进那些曾经战胜过市场的投资基金来接二连三地将历史重演。

还有一种策略,它是让你购买一些在权威金融杂志上有过很好排名的基金,对这种策略我也有过研究。《福布斯》,一本久负盛名、广受好评的投资杂志,从1973年8月开始,每年公布一次共同基金的最新排名。一只基

金若想在排行榜中占据一席之地，它不仅要长期保持不同寻常的表现（通常以其在最近十年中的总收益来衡量），而且还需满足特定的持续性指标。市场无论是高歌猛进，还是一蹶不振，其表现都会被加以考虑，特别是在市场极度低迷时业绩仍旧尚可的基金才有资格获此荣耀。

这一次我仍旧忽略掉购买共同基金份额时需要缴纳的手续费。我发现，在 1975～1983 年这 8 年间，名列前茅的基金的收益确实要远远高于标准-普尔 500 指数，但是，好景不长，在此后的 8 年中，它们又连续数度败于指数之手。《福布斯》杂志也对它们从 1973 年 8 月～1998 年 6 月 30 日的排行榜作过统计，结果发现，总的来看，上榜基金的表现要逊色于标准-普尔 500 指数，而且对那些要缴纳交易费用和资本利得税的投资者就显得更加不利。

不管是实验室中对基金表现所作的统计分析，还是本书第二部分所阐述的学术成果，其含义都十分清楚，就是你不要期待任何曾经成就斐然的投资经理在未来漫长的岁月中能不断地带给你惊喜。但是，在《漫步者地址簿》中，我还是介绍了许多基金，它们大都风险小，费率低，最可贵的是，它们都有着不错的长期表现。

既然近期的表现不是一个选择共同基金的可靠指标，那么什么才是呢？我个人认为有三个指标会影响基金未来的表现，它们是：风险水平，未实现的资本利得，费用比率。

风险水平

对股权基金来说，β系数是一个不错的参照系，这一指标很好地反映了基金对于市场的敏感程度。如果你的睡眠质量不是很高，奉劝一句：最好不要购买β系数大于1的基金（一般指数基金的β系数为1）。但β系数并不是一个能引导你获取理想收益的可靠指标，因为除了这一指标外，你还需要考虑所持基金的其他风险特征。那些持有小公司股票的基金，或是投资不够分散的基金，例如只投资于某一产业的行业基金，或是持有多种衍生工具的基金，上述基金都比普通指数基金蕴含了更大的风险。而对债券基金来说，风险最大的莫过于持有那些期限较长、评级较低的债券的基金。同样，大量使用杠杆投资工具和金融衍生工具的债券基金的风险也相对较大。

未实现的资本利得

不要购买拥有大量未实现资本利得的基金。这个因素几乎不可避免地被众多投资者所忽略了。在一只基金的投资组合中，如果有太多未实现的资本利得，那么它无疑是非常不利的，因为一旦这些资本利得兑现，投资者就必须付出大量的资本利得税。假设你购买了一只单位净资产为10美元，而单位成本基础只有5美元的基金，如果该基金决定彻底更换投资组合以购买其他股票，那么尽管你的购买成本是10美元，你还是要为这5美元的资本利得交税。同理，你也永远不要购买即将分配资本利得的基金，原因还是你不得不为即将分配的资本利得交

税。因而，你应当购买那些刚刚分配过的基金和由于分配致使价格下滑的基金。

费用比率

它只是预测共同基金未来表现的因素之一，但却至少可以使你不会买到最差的基金。共同基金费率过高容易导致收益低于平均水平，而且如果这种情况持续下去，则会进一步导致收益下降。所以，我提醒投资者对所持基金的年费不可掉以轻心，就像你不喜欢购买交易成本过高的基金那样，你同样也不要购买费率过高的基金。特别是在收益率少到不及八九十年代的水平时，费用的多少更是显得尤为突出。投资者需要明白，假如一只债券基金每年收取 2%的费用，这就意味着要从本就不多的 7%的收益中再抽取 29%的利润，它可不像切除部分肝脏那样“无伤大雅”。有关共同基金成本分析的基础知识将在本章后面再加以介绍。

“晨星”共同基金信息服务公司

我时常说，在共同基金业中曾有过两位里程碑式的人物：一位是杰克·鲍格尔(Jack Bogle)（他于 70 年代中期创建了成本低廉、有利于投资者的先锋集团)；另一个则是唐·菲利普(Don Phillips)（他在 90 年代初组建了功能完备、独树一帜的《晨星服务》，上面登载了大量有关共同基金的信息)。《晨星服务》为每一家共同基金都刊出一整版的信息，上面挤满了各种各样的相关材料。下

面提供了一份关于先锋信托——标准-普尔 500 指数投资组合的样本报告。

毫不夸张地说，《晨星服务》是投资者所能找到的涉及共同基金的最广泛的信息来源之一。它的报告包括了共同基金过去的收益率、风险评级、投资组合的构成和基金的投资风格（比如，有的基金喜欢投资知名的大企业，而有的则更加青睐颇具实力的小公司，还有的推崇低市盈率的“价值股”，另外的则专门购入国外股或国内股或两者兼而有之，等等）。该报告还会披露基金所有的交易费用（手续费）以及每年的费率和未实现的增值部分占净资产的比重。至于债券基金，《晨星服务》则会给出相关的收益率、有效到期日，所持债券的评级以及有关买卖佣金和管理费用的信息。

《晨星服务》还使用一种五星制的评级体系。它按照共同基金过去的业绩进行评级，同时还将市场的平均收益率、成本和与收益相关的风险考虑进去。级别最高的基金被授予五颗星，这要比米切林给予世界顶级旅馆的星多两颗，这些星对于将基金按其过去表现加以分类有着很大的帮助。米切林的星级意在确保顾客在此能享受到特定规格的餐饮服务，然面，与此不同的是，《晨星服务》的评级却不能保证投资者连续获大利，也就是说，五星级基金的收益不见得就高于三星级的基金。聪明的投资者在作决策时应该明白这一点，而不要简单地将眼光停留在“星级”上。

Vanguard Index 500

Ticker	Load	NAV	Yield	SEC Yield	Total Assets	Mstar Category
VFINX	None	$105.30	1.2%	—	$80,840.0 mil	Large Blend

Prospectus Objective: Growth and Income

Vanguard Index Trust 500 Portfolio seeks investment results that correspond with the price and yield performance of the S&P 500 index.

The fund allocates the percentage of net assets each company receives on the basis of the stock's relative total-market value: its market price per share multiplied by the number of shares outstanding.

Shareholders are charged an annual account maintenance fee of $10 for accounts with less than $10,000. Prior to Dec. 21, 1987, the fund was named Vanguard Index Trust. Prior to 1980, it was named First Index Investment Trust.

Return	High
Risk	Average
Rating	★★★★★ Highest

Investment Style: Equity — Average Stock %: 100% 99% 100% 99% 99% 100% 99% 99%

▼ Manager Change ▽ Partial Manager Change ► Mgr Unknown After ◄ Mgr Unknown Before

Fund Performance vs. Category Average — ■ Quarterly Fund Return +/− Category Average — Category Baseline

Performance Quartile (within Category)

George U. Sauter. Since 10-87. BA'76 Dartmouth C.; MBA'80 U. of Chicago. Sauter joined Vanguard Group in 1987. As vice president of core management, he is responsible for the management of all Vanguard's index funds. He previously spent two years as a trust investment officer with First Ohio.

24.65	27.18	33.64	31.24	39.32	40.97	43.83	42.97	57.60	69.16	90.07	105.30	NAV
4.71	16.22	31.37	−3.33	30.22	7.42	9.89	1.18	37.45	22.88	33.21	17.86	Total Return %
−0.55	−0.39	−0.32	−0.21	−0.26	−0.20	−0.17	−0.14	−0.09	−0.08	−0.14	−0.04	+/− S&P 500
0.80	−0.98	−0.06	0.78	−2.25	−0.78	0.46	3.53	−0.21	1.31	−0.09	−0.02	+/− Wilshire Top 750
7.87	4.54	4.45	3.52	3.73	2.86	2.79	2.70	2.88	2.24	1.92	0.80	Income Return %
1.84	11.68	26.87	−6.85	26.50	4.55	7.11	−1.52	34.58	20.62	31.29	17.06	Capital Return %
41	34	24	37	53	43	46	19	10	24	12	21	Total Rtn % Rank Cat
0.89	1.10	1.20	1.17	1.15	1.12	1.13	1.17	1.22	1.28	1.32	0.54	Income $
0.37	0.32	0.75	0.10	0.17	0.10	0.03	0.20	0.13	0.25	0.59	0.17	Capital Gains $
0.26	0.22	0.21	0.22	0.20	0.19	0.19	0.19	0.20	0.20	0.19	—	Expense Ratio %
3.15	4.08	3.62	3.60	3.07	2.81	2.65	2.72	2.38	2.04	1.66	—	Income Ratio %
15	10	8	23	5	4	6	6	4	5	5	—	Turnover Rate %
826.3	1,055.1	1,803.8	2,173.0	4,345.3	6,517.7	8,272.7	9,356.4	17,371.8	30,331.9	49,357.8	80,840.0	Net Assets $mil

	1st Qtr	2nd Qtr	3rd Qtr	4th Qtr	Total
1994	−3.84	0.40	4.86	−0.05	1.18
1995	9.77	9.48	7.94	6.01	37.45
1996	5.36	4.44	3.05	8.35	22.88
1997	2.64	17.41	7.48	2.84	33.21
1998	13.91	3.29	—	—	—

Trailing	Total Return%	+/− S&P 500	+/− Wil Top 750	% Rank All	% Rank Cat	Growth of $10,000
3 Mo	3.29	−0.01	−0.13	11	24	10,329
6 Mo	17.66	−0.04	−0.02	10	21	11,766
1 Yr	30.05	−0.09	−1.50	8	20	13,005
3 Yr Avg	30.13	−0.09	0.30	3	7	22,034
5 Yr Avg	22.94	−0.12	1.04	4	7	28,085
10 Yr Avg	18.37	−0.18	0.35	6	13	54,017
15 Yr Avg	16.94	−0.27	0.37	5	8	104,671

Tax Analysis	Tax-Adj Rtn%	%Rank Cat	%Pretax Ret	%Rank Cat
3 Yr Avg	29.04	4	96.4	61
5 Yr Avg	21.76	4	95.0	50
10 Yr Avg	17.03	5	92.7	41

Potential Capital Gain Exposure: 45% of assets

Time Period	Load-Adj Return %	Risk %Rank All	Risk %Rank Cat	Morningstar Return	Morningstar Risk	Morningstar Risk-Adj Rating
1 Yr	30.05					
3 Yr	30.13	60	32	1.71	0.74	★★★★★
5 Yr	22.94	65	35	1.66	0.81	★★★★★
10 Yr	18.37	60	37	1.50	0.85	★★★★★

Average Historical Rating (151 months): 4.0★s

1=low, 100=high

Category Rating (3 Yr): 5 — Worst 1 2 3 4 5 Best

Return	High
Risk	Below Avg

Other Measures	Standard Index S&P 500	Best Fit Index S&P 500
Alpha	−0.1	−0.1
Beta	1.00	1.00
R-Squared	100	100
Standard Deviation		15.20
Mean		30.13
Sharpe Ratio		1.84

Vanguard Index Trust 500 Portfolio won't always be the king of this category, but its princely virtues should endure.

This fund has easily bested the vast majority of its large-cap blend peers for much of the decade. The S&P 500 index includes all of the market's giants, giving the fund significantly more exposure to those super-sized companies than its average peer. Those giant firms have generally been rewarded with the best performance in recent years, helping to drive this fund's long-term returns to the top of the group.

Investors shouldn't equate this fund's indexed approach with such sensational performance, however. While it's difficult to imagine given the fund's amazing recent run, its actively managed rivals have posted convincing stretches of outperformance in the past. In fact, the fund landed in the group's bottom half in five out of its first six full calendar years of operation, when smaller-caps prevailed. If the current giant-cap rally ever sputters, this fund's standing in the group would probably suffer again.

Regardless of the market environment, however, this fund does have a few reliable advantages over most of its peers. For one thing, its low 19 basis-point expense ratio consistently gives it a head start versus the average member of the group. The fund's low turnover rate also helps it in a couple of ways. Its tax efficiency has been excellent because its asset base has been growing and it hasn't had to realize many capital gains. (However, massive redemptions could potentially change this.) Because the fund doesn't trade much and generally focuses on the most liquid stocks, it's also probably better suited than most of its peers to handle asset growth. (Trading effects can eat away at returns as offerings grow.)

This fund might have trouble staying at the top of this group, but it has justifiably won a host of supporters.

Share change since 03-98 Total Stocks: 513	Sector	PE	YTD Ret%	% Assets
⊕ General Electric	Industrials	35.9	24.34	[illegible]
⊕ Microsoft	Technology	69.3	67.29	[illegible]
⊕ Coca-Cola	Staples	53.9	28.75	[illegible]
⊕ Exxon	Energy	21.8	18.09	[illegible]
⊕ Merck	Health	34.6	27.14	[illegible]
⊕ Pfizer	Health	61.6	46.36	[illegible]
⊕ Wal-Mart Stores	Retail	37.0	54.49	[illegible]
⊕ Royal Dutch Petroleum (NY)	Energy	—	—	[illegible]
⊕ Intel	Technology	17.4	5.59	[illegible]
⊕ IBM	Technology	19.4	10.67	[illegible]
⊕ Procter & Gamble	Staples	34.4	14.80	[illegible]
⊕ Bristol-Myers Squibb	Health	35.5	27.31	[illegible]
⊕ AT&T	Services	19.3	−5.82	[illegible]
⊕ Johnson & Johnson	Health	29.8	13.08	[illegible]
⊕ Lucent Technologies	Technology	NMF	108.30	[illegible]
⊕ Philip Morris	Staples	15.0	−11.28	[illegible]
⊕ EI duPont de Nemours	Industrials	37.7	25.41	[illegible]
⊕ American Intl Group	Financials	29.5	34.40	[illegible]
⊕ Cisco Systems	Technology	98.8	65.14	[illegible]
⊕ Walt Disney	Services	35.9	4.42	[illegible]
⊕ SBC Communications	Services	46.5	10.46	[illegible]
⊕ NationsBank	Financials	28.2	27.44	[illegible]
⊕ Bell Atlantic	Services	27.1	1.92	[illegible]
⊕ Travelers Group	Financials	23.8	13.02	[illegible]
⊕ Eli Lilly	Health	—	−4.28	[illegible]

Current Investment Style

Style: Value Blnd Growth — Size: Lrg Mid Sml

	Stock Port Avg	Relative S&P 500 Current	Relative S&P 500 Hist	Rel Cat
Price/Earnings Ratio	30.6	1.02	1.0	1.0
Price/Book Ratio	7.3	1.02	1.0	1.0
Price/Cash Flow	20.6	0.99	1.0	1.0
3 Yr Earnings Growth	17.3	1.00	1.0	[illegible]
1 Yr Earnings Est%	10.4	0.96	—	[illegible]
Debt % Total Cap	44.7	1.01	1.0	1.0
Med Mkt Cap $mil	44,867	1.0	1.0	1.0

Special Securities % of assets 06-31-98	
○ Restricted/Illiquid Secs	0
○ Emerging-Markets Secs	0
○ Options/Futures/Warrants	No

Composition % of assets 06-31-98	
Cash	1.0
Stocks*	99.0
Bonds	0.0
Other	0.0
*Foreign (% of stocks)	2.6

Market Cap	
Giant	63.1
Large	31.1
Medium	5.7
Small	0.1
Micro	0.0

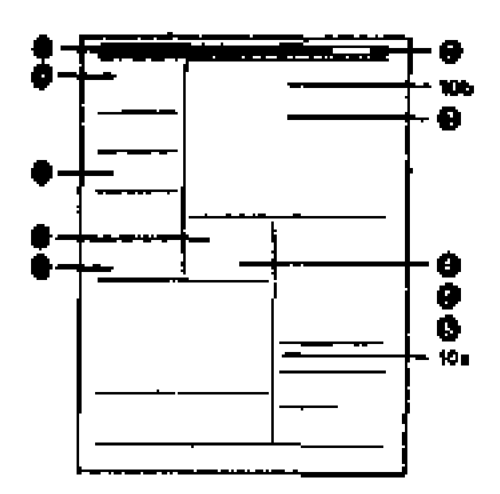
Sector Weightings	% of Stocks	Rel S&P	5-Year High	5-Year Low
Utilities	2.8	1.0	9	3
Energy	8.0	1.0	11	8
Financials	17.9	1.0	18	9
Industrials	13.9	1.0	16	8
Durables	3.6	1.0	6	3
Staples	10.3	1.0	15	8
Services	12.1	1.0	9	8
Retail	6.1	1.0	7	5
Health	11.8	1.0	14	1
Technology	12.6	1.0	14	1

Address	P.O. Box 2600
	Valley Forge, PA 19482
	800-662-7447 / 610-669-1000
Inception	08-31-76
Advisor	Vanguard Core Management Group
Subadvisor	None
Distributor	Vanguard Group
NTF Plans	N/A

Minimum Purchase	$3000	Add: $100	IRA: $1000
Min Auto Inv Plan	$3000	Systematic Inv: $50	
Sales Fees	No-load		
Management Fee	Provided at cost., at cost% A		
Actual Fees	Mgt: 0.00%	Dist: —	
Expense Projections	3Yr: $6	5Yr: $11	10Yr: $26
Annual Brokerage Cost	—	Income Distrib: Quarterly	
Total Cost (relative to category)		Low	

Morningstar Mutual Funds User's Guide

Below is an explanation of key terms found on each Morningstar Mutual Funds report dated after November 1996



Total Return
Total return is calculated by dividing the change in a fund's net asset value, assuming reinvestment of income and capital-gains distributions, by the initial net asset value. Total returns are adjusted for management, administrative, and 12b-1 fees, and other costs automatically deducted from fund assets. Total returns indicated here are not adjusted for sales loads. (Load-adjusted total returns are located in the Risk Analysis section.) Total returns for periods longer than one year are compounded average annual returns.

Yield
Yield represents a fund's income return on capital investment. There are two yield measures on the page, distributed yield and SEC yield. Morningstar computes distributed yield by summing all income distributions for the past 12 months and dividing by the previous month's NAV (adjusted for capital-gains distributions). SEC yield is a standardized figure that the Securities and Exchange Commission requires funds to use when mentioning yield in advertisements. An annualized calculation based on a trailing 30-day period, SEC yield can differ significantly from distributed yield.

Performance Graph
The Performance graph shows a fund's performance trend, derived from the fund's historical growth of $10,000. The line represented by a series of vertical hatch marks corresponds to the fund's range of monthly returns. If a fund's returns fluctuate widely in a given month, the vertical line representing that month's returns will be quite long. The solid line represents the growth of $10,000 in either the S&P 500 (for equity funds) or the LB Aggregate index (for fixed-income funds).

Morningstar Return
Morningstar return rates a fund's performance relative to other funds within the same class. Morningstar calculates a fund's total return as the excess of the 90-day Treasury bill return, adjusted for fees, and compares this figure to the average excess return of the fund's class or the 90-day T-bill, whichever is higher. The average figure for any investment class is set at 1.00.

Morningstar Risk
Morningstar risk evaluates a fund's downside volatility relative to that of other funds in its class. To calculate risk, we add up the amounts by which the fund's returns trail those of the three-month Treasury bill, and divide that sum by the number of months in the rating period. The average Morningstar risk rating for any class is set equal to 1.00.

Morningstar Risk-Adjusted Ratings
These star ratings represent a fund's historical risk-adjusted performance compared with the other funds in its class (domestic stock, international stock, taxable bond, or municipal bond). To determine a fund's rating for a given period, Morningstar subtracts the fund's risk score from its return score, then plots the result along a bell curve to determine the fund's rating. If the fund scores in the top 10% of its class, it receives 5 stars; the next 22.5%, 4 stars; the middle 35%, 3 stars; the next 22.5%, 2 stars; and the bottom 10%, 1 star. Ratings are recalculated monthly.

Category Rating
This is a three-year rating that shows how well a fund has balanced risk and return relative to other funds in its Morningstar category. The category rating uses the same methodology and risk and return measures as the Morningstar risk-adjusted rating (the star rating).

Unlike the Morningstar risk-adjusted rating, the category rating does not reflect any front- or back-end loads. Other expenses, such as the 12b-1 fee, are included.

Morningstar Category
The Morningstar category is assigned based on the underlying securities in each fund portfolio. These portfolio-based categories create peer groups that are more closely aligned with the Morningstar style box than groupings based on traditional investment objectives. The Morningstar categories make it easier to build well-diversified portfolios, assess potential risk, and identify top-performing funds.

We place funds in a given category based on their portfolio statistics and compositions over the past three years.

Prospectus Objective
Formerly known as the objective, the prospectus objective is a fund's investment objective as stated in its prospectus.

Style Box
This proprietary tool reveals a fund's true investment strategy, which may or may not match its prospectus objective. For equity funds, the vertical axis categorizes funds by size. Funds with median market capitalizations of less than $1 billion are small cap; $1 billion to $5 billion, medium cap; and more than $5 billion, large cap. The horizontal axis denotes investment styles: value-oriented, growth-oriented, or a blend of the two. A stock-fund portfolio's average price/earnings and price/book ratios are computed relative to the combined averages of the S&P 500 index (set at 2.00). Funds with a combined relative P/E and P/B figure of less than 1.75 are considered value funds; 1.75 to 2.25, blend funds; and more than 2.25, growth funds. Along the vertical axis of fixed-income style boxes lies the average quality rating of a bond portfolio. Funds with an average credit rating of AA or higher are categorized as high quality; between BBB and AA-, medium quality; and BBB- or below, low quality. The horizontal axis focuses on interest-rate sensitivity; it shows the bond portfolio's average effective maturity (average weighted maturity for municipal-bond funds). Funds with an average effective maturity of less than four years qualify as short term; four to 10 years, intermediate; and more than 10 years, long term.

The style box located in the lower right (10a) of the page represents the fund's investment style as of the most recent month-end. The style boxes located above the performance graph (10b) represent the fund's investment style at the beginning of each calendar year.

Tax Analysis
Tax-adjusted historical returns show the fund's average annualized after-tax total return for three-, five-, and 10-year periods. It is computed by diminishing each income and capital-gain distribution by the maximum tax rate in effect at the time of the distribution. Percentage pretax return is derived by dividing after-tax returns by pretax returns. The highest possible score is 100% for funds with no taxable distributions. Potential capital-gain exposure gives an idea of an investment's potential tax bite. This figure shows what percentage of a fund's total assets represent capital appreciation, either unrealized or realized. If unrealized, the fund's holdings have increased in value, but the fund has not sold these holdings; taxes are not due until the fund does so. Realized gains represent actual gains achieved by the sale of holdings, on which taxes must be paid.

共同基金成本基础知识

在前面，我们曾经一起探讨过复利的神奇之处，想必你还记得，不管一个利率是多么普普通通，但凡经过若干年的复合累计之后，都会产生一个让你意想不到的投资收益。当初在利率上微不足道的差距，经过数年寒暑易节，最终竟会在你为退休或其他目的而设的储蓄账户中发生天翻地覆的变化。正是基于此，对每一位投资者来说，正确地理解如何测算构成交易成本和管理成本的隐性和显性要素才会显得如此重要。因为许多投资者都把共同基金作为他们购买股票和债券的基本投资工具，所以投资者一定要能理解"共同基金成本"这个存在的事实和它的含义。为此，有成本意识的投资者应认真阅读有关于此的入门性知识。

共同基金业已经逐步建立起了一套向投资者征收各类费用的体系，这套体系的复杂程度和不受欢迎的程度几乎可以与税务署的个人所得税管理条例相媲美。共同基金的成本分为两大类：一类是你在买卖共同基金份额时需缴纳的佣金，也称手续费；另一类则是你在每年提取投资收益时需缴纳的年度基金管理费。

手续费

1. 前端手续费：前端手续费是在你购买基金份额时需要支付的佣金。前端手续费经常高达 5.75%，这就意味着如果你将 1 000 美元投资于高收费共同基金，则你实

际购买到的份额仅仅价值 942.50 美元，而且你必须赚到 6.1%的投资收益率方能实现收支相抵并收回 1 000 美元的投资。但也并不是所有的共同基金都收取如此高昂的手续费。比如低收费基金，仅仅收取 1%～3%的佣金，而最好的当数不收费基金，它们根本不收取此项佣金。

2. 后端手续费和转换费：后端手续费是你在赎回基金份额时需支付的佣金。如果你在购买的第一年便要卖出所有份额，那你就要付出赎回额的 6%作为后端手续费，此后逐年递减。转换费用在一般情况下是统一的，当你将属于同一共同基金家族的一种基金换为另一种基金时，便需支付该项费用。

管理费

1. 运作和投资管理费：一只基金的费率是以基金平均净资产的一定百分比来表示该基金所有的运作和管理费用的。这些费率高低不等，低的每年只有 20 个基点（如指数基金），而高的竟达 2%（注意：后者竟是前者的 10 倍，一段时间后结果可能会有天壤之别）。对这些收费较高的基金要当心，因为它们离"亏损大户"为时不远了！一些新基金（特别是货币市场基金）很可能会免收所有的费用以提高广告中所吹嘘的当期收益，但投资者应倍加提防，一旦甜蜜的"诱惑期"结束，接踵而来的可能就是全额费用的重击。

2. 12b-1 费用：这项费用是在基金分配时需要支付的，它不是作为前端手续费；而是根据基金资产每年都要

收取的费用。“12b-1”指证券交易委员会颁布的允许收取这些费用的条例。自从1989年以来，已经有超过一半的公开发售的共同基金有了这项费用。

有一点尤为重要：我们需明白共同基金收取费用的高低与它未来表现的好坏并没有什么关系。虽然我们在购买某些商品时，的确有“一分价钱一分货”的说法，但在此处却未必适用。你付出了高昂的费用，并不见得就能买到一流的投资管理。恰恰相反，正是这些高费率才导致了基金拙劣的投资表现。

共同基金成本比较

SEC于1988年颁布法规，要求各家基金以表格形式在招股说明书中列出所有的费用和开支，而且还必须将1 000美元的投资在1年末、3年末、5年末、10年末时需支付的累计费用（以美元表示）公布于众（这里假设基金资产回报率为5%）。

在下一页中，我们展示了三种有代表性的基金的费用表，这些表严格遵照了SEC的要求。注意，基金A没有手续费和赎回费，而且运作费率也相当低廉，只有0.29%。而基金B虽无买卖佣金和赎回费，但它的运作费率并不低，再加上30个基点的12b—1费，使它每年的总费率几乎达到了1.25%。基金C则有4.75%的手续费和一个接近1%的平均运作费。在表的底部列出了1 000美元投资的总成本。尽管每年的费率和美元支付的成本差距似乎并不大，但稍假时日，在表的底部你会发现其影

响却是相当惊人的。由此可见，关心成本的投资者只有从费率较低的不收费基金上才能得到最佳的投资收益。

一份招股说明书费用表[a]（样本）　　单位：美元

股东交易费用	基金 A	基金 B	基金 C
前端手续费	无	无	4.75%
股息再投资手续费	无	无	4.75%
赎回费	无	无	无
交易费	无	无	无
年度基金管理费			
经营管理费	0.22%	0.60%	0.70%
投资咨询费	0.02%	—	—
12b·1 市场费	—	0.30%	—
推销和分配成本	0.02%	—	—
其他各种费用	0.03%	0.32%	0.26%
总运作费用	0.29%	1.22%	0.96%
10 000 美元投资的各期费用			
1 年	30	124	587
3 年	93	387	823
5 年	163	670	1077
10 年	368	1 477	1 805

资料来源：先锋集团投资公司。

a：这张表列举了三家假设的共同基金的股东所需支付的所有开支和费用，意在帮助投资者理解共同基金的持有人所要承担的各种直接或间接的成本和费用。该例还列出了在各期末年回报率和赎回费率都为 5%的情况下，1 万美元的投资在各期所要缴纳的费用。

注意：这张表不包含任何特殊投资所产生的回报。

“麦基尔法”

前几版的读者可能都知道，我很看好一种叫做封闭式基金（正式名称为封闭式投资公司）的特殊的共同基

金，当它们有一个非常诱人的折扣时，我便会乐于购买。封闭式基金不同于（前面我们所提及的那种）开放式基金，因为前者在首次公开发售后，便不能再发行新的份额或赎回已有的份额。为了买卖基金份额，你不得不去公开市场上——一般为证券交易所进行交易。

与开放式基金不同，封闭式基金的价格并不必然与其净资产相关联，更多的时候它是取决于其他投资者愿意支付的价格。这样，封闭式基金便有可能以高于净资产的溢价出售，也同样可能以低于净资产的折价出售。在整个 70 年代以及 80 年代初的大部分时候，这种基金都以大大低于净资产的价格在出售。封闭式基金同样是雇用职业投资经理进行运作，而且费用与普通的共同基金相差无几。因此，对那些信赖职业投资经理的人来说，这儿倒有一个折价购入的方法，亲爱的读者，我这就告诉你。

对封闭式基金来说，比例不大的折价的确有其合理的解释。一部分封闭式基金在其投资组合中存有大量的未实现的资本利得，这将影响个人投资者税负的时间调整；还有一些封闭式基金手中握有许多的“非注册股票”，而这些股票的出售是受到严格限制的，并且它们的市场价格也不能准确反映其内在价值。但是，而对 70 年代封闭式基金高达 40％的折价率，这些因素的解释力度便显得有些苍白无力了。它们至多只能反映其中一小部分原因。我个人则认为大比例折价的出现恰恰反映了市场非有效性并未得到合理利用，因而，我敦促投资者，只要这种现象还在继续，你就应充分把握住眼前的良机。

购买高折价的封闭式基金的优势在于，即使其折价率保持在一个较高的水平上，投资者仍可以从中获利丰厚。如果你购买了折价率为25%的基金，那么你每投资3美元，便可获得价值为4美元的资产所分配的红利。因而，就算基金的回报率仅仅等于大盘，你还是可以如"市场漫步信奉者"所期待的那样获得一个超过平均水平的收益。

这就好比你拥有一个利率为5%的100美元的储蓄账户，你每年存入100美元，即可获得5美元的利息。假使现在这个账户以25%的折价率出售，换句话说，你只需花75美元便可买到它。你每年照样获得5美元的利息(100美元的5%)，但是因为你只为这个账户付了75美元，所以你的实际收益率为6.67%(5/75)。有一点你要注意，这里收益的增长绝不是来自于对贴现率缩小的预期。即使当你卖出变现时只收回了75美元，但在持有该账户期间，你还是得到了为数不小的额外回报。打折的封闭式基金也向投资者提供类似的额外回报，你只需付出75美分，却照样可以分得1美元资产的股息。

这种策略在实际操作中甚至比预期的还要好。如今，美国的封闭式基金的折价空间已大大减小了。虽然，由于我在书中公开坦言封闭式基金的优势，这可能会在一定程度上有助于压缩折价的空间，但是，我想折价率降低最根本的原因还是在于我们的资本市场变得越来越合理、越来越有效了。市场可能会经常出现错误的定价，从而造成暂时的无效率状态。但是，如果市场上确实存在这种无效定价所带来的套利空间，并且确实能够加以利

用，那么追求利润的投资者决不会错过这样的机会，他们必定会蜂拥而上，从而最终将其消除。尽管市场上时时刻刻都会有不合理的定价存在，而且有些还会持续很长时间，但是，金融市场的“万有引力法则”总会发生作用，资产的真实价值最终会得以体现。

在前几版中我曾提及，我已将得自第一版的版税悉数送给了我的儿子乔纳森。然而，为了实践我自己提出的理论，我把它们全部投资于一个以大比例贴现出售的封闭式基金的投资组合中。这项投资主要是在 1973 年末（当时市场已接近顶部，那是一个极其危险的投资时机）和靠近 1974 年底（那时，股市刚刚经历过一次深幅下挫）时作出的。① 这个策略使我将大盘远远甩在了身后，而折价空间不断的缩小则让我获得了惊人的收益。然而，当时作出这个决策是需要巨大的勇气的。因为当我 1973 年投资时，正值大盘在顶部徘徊，所以到了 1974 年底时，我已是损失惨重。②幸而，就在此时，新的版税支票犹如从天而降，使我得以为乔纳森买进更多的基金份额，这使得最终的结果还是令人十分满意的。

就在本书即将出版之际，它们中的大部分折价已经消失殆尽。现在，美国国内大多数封闭式基金已不再拥

①② 按照原则四，我本应该转向其他的封闭式基金以赢得税收上的好处，然而考虑到乔纳森的税收地位，实在是不值得花一笔佣金去作这样的调整。

有一个非常诱人的投资机会了。[3] 但是，到了1998年，由于许多新兴地区（东南亚）的股票市场处于高度不稳定的状态，所以在年末时，有一些基金在价格上出现了非常诱人的折扣，这些基金大多是因投资于受到金融冲击最为严重的地区而遭致市场过度抛售的品种。1998年夏末，在这些新兴市场上，折价率在25%或更高水平的封闭式基金几乎随处可见，它们中一些基金的价格甚至比所持有的已经很低的证券的价格还要低得多。如果这些折价在将来得以缩小，那么，即便基金净资产没有上升，投资者也肯定能赚取一笔可观的收益。由于折价比例如此之大，因此，在新兴市场上购买封闭式基金的多元化组合可能要比购买指数基金更加明智、更加可行。无论何时，只要存在25%的折价，便是你把钱袋向封闭式基金敞开的绝佳时机。第477页的表将为读者列出在1998年9月4日的一些定价严重偏低的封闭式基金。

一个悖论

在1998年夏末时，随着新兴地区股市的整体下滑，当地的许多封闭式基金的交易价格已经大大低于净资产了，但与此同时，在美国，却再也找不到在70年代末处于困境时那种仅以“地板价”成交的基金了。这向我们例证

---

③ 事实上，在你以每股净资产外加8%的承销佣金的价格购买一只新的封闭式基金时，你不仅等于被高昂的手续费狠狠地敲了一笔，而且还冒了该基金在将来折价出售的风险，所以，永远不要以首次公开发售的价格去购买封闭式基金，它几乎无一例外地被证明是错误的投资。然而，等到市场不稳而大比例折扣出现时再去购买它，则未尝不可。

新兴市场中定价诱人的区域性封闭式基金(1998年9月4日)

基金名称(简称)	净资产	价格	折价率	平均折价(3年)	投资范围
泰普利顿 中国（TCH）	6.37	4.625	−27.39%	−13.73%	中国香港，中国大陆，中国台湾，
泰普利顿 龙（TDF）	7.99	5.750	−28.04%	−17.10%	中国香港，中国大陆，中国台湾，
亚洲太平洋（APB）	6.19	4.625	−25.28%	−8.57%	所有亚洲新兴市场（包括印度）
亚洲虎（GRR）	6.34	4.750	−25.08%	−14.27%	所有亚洲新兴市场（包括印度和巴基斯坦）
摩根·斯坦利亚洲（APF）	7.37	5.500	−25.37%	−16.47%	亚洲市场(47%在日本)
斯卡德 新亚洲（SAF）	9.22	6.938	−24.75%	−8.57%	亚洲市场(17%在日本)
拉美权益（LAQ）	8.78	5.938	−32.37%	−8.87%	所有拉美新兴市场
拉美投资（LAM）	9.65	6.088	−30.69%	−12.57%	所有拉美新兴市场
拉美探索（LAF）	6.72	4.750	−29.32%	−12.97%	所有拉美新兴市场
中欧权益（CEE）	14.14	9.938	−29.72%	−20.00%	东欧新兴市场
中欧价值（CRF）	11.92	8.938	−25.02%	−10.40%	东欧新兴市场
斯卡德 新欧洲（NEF）	22.08	16.563	−24.99%	−19.00%	东欧新兴市场

了有关投资建议的一条重要的悖论；同时也证明了“市场最终会向内在的真实价值低头”的股市格言。在有关特定证券投资建议的有效性方面存在一个基本的悖论，即一旦投资建议被足够多的人接受并付诸实施，那么建议的内容将毁灭自身的有效性。如果有一只颇具投资价值的证券为市场中每一位投资者所了解，那么大家便会一拥而上进行抢购，其价格会扶摇直上，最终使它不再具有任何投资魅力。实际上，只要它还是“好”的投资品种，就一定会存在遏制股价上升的压力。

这就是“有效市场理论”赖以存在的逻辑基石。如果消息的传播畅通无阻，那么市场价格会迅速作出调整以便完全反映当前所了解的一切信息。它使我在 1981 年那一版中便预计到，这样有利的折价不会总是这样俯拾即是。我写道：“如果到了 80 年代初，我仍旧可以看到这种水平的折价在得以延续，那么我会感到非常惊讶！”同样的道理，我也十分怀疑像“买低市盈率股”或“买小公司股”这样盛极一时的简单方法总能使投资者长久地获得高额回报，我同样不相信新兴市场中那些异乎寻常的大比例折价会永远存在下去。

华尔街上流传着一则众所周知的学术笑话，讲的是一位金融学教授和他的两个学生“随机漫步”的故事。这位教授是“随机游走”理论的大力鼓吹者。当他们发现一张 10 美元的钞票就躺在路面时，教授告诉他的学生别去管它，并振振有词地说：“如果它当真是一张 10 美元的钞票，早就有人把它捡走了。”幸而，那两个学生既不相信华尔街的专业人士，也不相信他们博学多才的老师，所以，

他们还是捡起了那张钞票。

显然，从教授那个角度来看，理由是相当充分的。市场上，到处是追求利润的聪明人，将10美元一直留在街上等着让别人捡，实在匪夷所思。但是历史告诉我们，就像价格飞涨的投机时代会出现那样，天赐良机也的的确确存在。我们都知道，精明的荷兰人曾为郁金香付出过“天文数字”，而老练的英国人竟也相信这世上最荒谬可笑的“南海泡沫”。“俱往矣”，再看今朝，自命不凡的机构投资经理人同样盲目地“赶时髦”，去追逐毫无价值的股票；而日本股票市场在80年代末的投机气氛更是甚嚣尘上，全然不像一个成熟理性的市场。当投资者沉浸于悲观主义之中时，像封闭式基金那样真正的投资机会早已悄然而逝了。然而，不合理的定价最终会为市场所纠正，投资者也一定会抓住购买封闭式基金的良机。也许那位金融学教授应该这样建议他的学生，“如果10美元真的在那儿，你最好还是快点把它捡起来，因为一定有其他人想捡走它。”从这个意义上说，我认为自己是一个“随机漫步者”。我坚信真实价值会得以实现，但是时而看到不合理的定价，也不会让我大惊小怪。相信我，你的身边时常会出现“10美元”，如果是我，一定会故意停下歇歇脚，然后捡起它。

漫步中最后的一些思考

我们现在已经快走到终点了，不妨回眸一下，小憩片刻，看看自己身处何方。想必读者已经很清楚了，一再击

败市场的机会十分渺茫。无论你是致力于对公司内在价值基础进行研究的基本面分析，还是潜心于用技术去分析投资者建造“空中楼阁”的意愿，你都无法获得心目中可靠的回报。即使是那些专业投资者，当他们与那些用“镖板理论”选股的人比较最终的投资结果时，也会羞于露面。

对个人投资者来讲，明智的投资策略应分为两个步骤。首先，你要充分了解一项投资的收益和风险的对比，然后衡量你所选择的投资品种与你自身的性格和要求是否匹配，这一步相当重要。为此，在本书第四部分我给出了详尽的指导，其中包括了从税收计划到储蓄金管理，再到资产配置的生命周期投资指南等一系列投资必备的“热身运动”(准备工作)。这一章涵盖了我们迈向华尔街的主要方法，也就是购买普通股的三个主要方法。在一开始，我向投资者推荐了与“有效市场理论”相一致的投资策略，而“指数化”策略则又是我推崇备至的。然而，我也明白，告诉投资者无望战胜市场就像告诉一个 6 岁孩子圣诞老人不存在一样收效甚微，因为它让生活失去了色彩和生命力。

由于市场中还存在着深深迷恋于投机而无可自拔的人，他们坚持要通过选取个股来跑赢大市，所以，我为他们准备了四条选股法则，这可以使他们成功的可能性大大增加。尽管这样，你也仅仅是比别人要走运一点，赚得再多一点。还有，尽管我非常怀疑你能找到一些颇有天赋的投资经理，并寄希望于他们帮你拾到散落在市场中那仅有的几张“10 美元钞票”，但我还是在《漫步者地址

簿》中提到了几家基金的名字，它们在过去都有过出色的投资记录，而且收费不高。然而，我劝你千万不要忘了，过去的成功离未来的辉煌还有着相当大的距离。

其实投资有点像做爱。说到底，它真正是一门艺术，你得有一定的天分，而且还需要一种叫做运气的神秘力量对你加以眷顾。事实上，即便是那些战胜过市场的少数精英，他们成功的99%还是来源于运气。拉·罗切法考德写道："人类总喜欢吹嘘自己的丰功伟绩，但机会之神知道，这些都只不过是她精心安排的结果。"

说投资像做爱还有另一层原因，这就是它们同样让人觉得其乐无穷而欲罢不能。如果你天资聪颖，能够找出颇具价值的股票；或者你直觉灵敏，懂得什么传闻最能捕捉投资大众的心，而后看着市场一步步验证自己的智慧，那种感觉确实好极了！即使你不够走运，那也不要紧，我的选股法则会帮你控制风险并使你远离市场拼杀所难免的伤痛。如果你已经知道你自己要么会赢，要么也不会输得很惨，相信你会更加愉悦地加入到这场"比赛"中。至少，我希望这本书能使投资真正成为一门充满享受的艺术。

补充材料

“猪肋”是如何披上“常春藤联盟”校服的：金融衍生工具入门

赌性十足的经营活动总是鄙视作为一项经营的赌博业

——安姆布罗斯·比厄斯,《魔鬼辞典》

很久很久以前,我想至少有一百五十年吧,美国的农夫和其他的商品制造者共同创立了一套市场体系,他们希望借此使身边的金融环境逐步健全起来。从本质上说,它是一种保险,与所有的保险一样,你为未来可能遭到的损失投保,并付出相对较少的一笔保费。这套体系就是期货市场,它的中心在芝加哥。因为这座城市的历史演变与猪、牛的肋肉买卖交织在一起,因此,这为人们所熟知的“猪肋”便成为了期货市场上所有交易商品的“领头羊”。如果

“猪肋”价格上扬，拉塞尔街的交易商就会喜笑颜开；反之，如果“猪肋”跌了，交易商则会个个愁眉苦脸。

市场中所有的喜怒哀乐以及随之而来的交易佣金，都深深吸引了一群人，他们人生中惟一的使命就是买卖金融工具。通过商品期货，他们中有人想到，为什么我们不能创建一套类似的体系用来买卖股票和其他金融工具呢？于是，在这个突发奇想的推动下，如今大名鼎鼎的股票期权和金融期货交易（对此我们也会进行详细的解释）便应运而生了。虽然期权交易以一两种方式运作了一个多世纪，但却一直被认为是投资中一个较小的和较专业的分支，以至于我在 1973 年的第一版中竟对它“未加理睬”。

看，时代是在怎样变化着呀！这些肥腻的“猪肋”和这些神秘的期权、期货如今竟吸引了数万亿的美元在其中你争我夺。而且，它们现在还获得了一个新的名字。毕竟，我们不能让那些自命不凡的 MBA 们为难，他们个个衣冠楚楚，每天要将个人生命的至少 12 个小时献给自己心爱的事业，到头来都还是要公开承认自己所有的努力竟然是为了那又肥又腻的“猪肋”，这太残忍了！这无疑是一项既前途远大又高深莫测的活动，因此被赋予了一个既前途远大又高深莫测的名字：金融衍生工具。

新千年伊始，衍生工具的交易便成为投资中最有活力，同时也是发展最快的部分。甚至是在远离金融市场的鸡尾酒会上它们也为人们所津津乐道。尽管它有一个复杂又动听的名字，但这个术语倒是对它作了恰如其分的解释。简单地说，衍生工具就是其价值由基础资产（如

股票、债券、货币或商品)的价格所决定的金融工具。下面我们将会看到,它们的功能在于为风险转移提供了可能,并且拓宽了个人和机构投资者投资和套期保值的机会。除此之外,它们也为高杠杆性投机提供了必要的手段。

这一章力求为投资者展现一幅有关衍生工具的完整画面:(1)介绍它们的功能和历史;(2)不仅给出它们运作的案例,而且也给出由它们引致的巨大成功和惨痛教训的案例;(3)指导投资者使用这些衍生工具。

金融衍生工具的基本类别

衍生工具最基本的两种形式是期货合约和期权合约。之所以会被称为衍生工具,是因为它们的价值来源于它们所基于的基础资产。当我们将目光聚集在简单的期权、期货合约上时,我们不应忘记尚有许多建立在这两类基本形式之上的衍生工具。这些复杂的衍生工具都有着特别的常常是独一无二的名字,例如:互换、逆浮动券、长期股权预期证券、回望期权、互换期权、下限、上限和双限,还有一些名字看上去像是视力表一样的金融工具,如房地产抵押投资渠道条款(REMICS)、国债累积凭证(M-CATS)和美国财政收入增长收据(TIGRS),它们也被市场视为衍生工具。

一张期货合约或远期合约意味着合约双方有义务在将来某个指定的时间以确定的价格买入(或交付)一定数量的特定的商品(或金融工具)。举例来说,假设现在是

6月，而我希望在12月时能购入4.2万加仑(标准的合约交易量)的燃料油，那么我可以按每加仑60美分的价格买入一份12月的燃料油期货合约。这意味着，我必须在12月中旬以每加仑60美分的价格购入这批4.2万加仑的燃料油，同理，合约的卖方则有义务在12月中旬交付这批燃料油。[1]

期货合约的交易通常是基于单一种类的商品，例如汽油、小麦、糖、咖啡、橙汁、玉米、黄豆、育牛等。除此之外，在一些较为活跃的市场中也提供稀有金属，如黄金、白银、铂(白金)的期货交易。而在一些新兴的市场中还存在金融期货交易，在那里你可以买到各类债券、货币和股票市场指数(如标准-普尔500指数)的期货合约。这些金融期货通常采用现金交割，交割金额等于初始合约价格与衍生工具最终清算价格的差额，而无需实物交割。新合约设计和交易规则上的创新从来就没有停止过，在期权市场中，有关期货合约的期权业已诞生。既然我们能创造衍生工具，我们当然也能在衍生工具之上再派生出新的衍生工具。

股票期权，顾名思义，它赋予了期权购买者在指定的日期或在此之前按照敲定的价格买入或者卖出一只普通股(或一个普通股投资组合)的权利(而不是义务)，例如，一份到期日为7月第三个星期五的IBM公司股票的看涨期权要求购买者每股支付10美元(期权费或权酬)。

---

① 期货合约有其标准化的条款，并在有组织的期货交易所内买卖。而远期合约的条件则是由双方谈判商定，自行安排。期货合约和远期合约的买者(或卖者)经常在合约到期前通过卖出(买入)持有的合约以提前平仓，终结义务。

这样，正是由于这每股10美元的权酬，期权的购买者便获得了在7月第三个星期五之前的任何时候以每股100美元的价格购买IBM公司股票的权利；而期权的卖方（立权人）收取了权酬，因而相应要承担起潜在的义务，即按合约价格卖出股票的义务。看跌期权的情形则正好相反。IBM公司股票的看跌期权赋予了合约持有者按确定价格卖出IBM公司股票的权利；合约卖出者（立权人）则要承担起买入股票的潜在义务。

现存的期权合约主要用于交易普通股以及各类股指、债券和货币。标准-普尔500指数，纳斯达克100指数以及道·琼斯工业平均指数的期货合约在芝加哥都有交易。此外，期权也用于交易小盘股指数和特定的行业指数。实际上，这些基本的期货期权的交易量常常要超过与其相关的基础资产。然而，衍生工具市场之所以会如此重要，不仅在于其庞大的交易量，而且也在于它们在提供新的金融工具以进行风险管理方面所扮演的重要角色。

期货市场的功能和历史

尽管金融传媒常常把期货与投机和赌博联系在一起，但期货市场倒是确实有其得天独厚的经济功能。它可以在市场中的每个参与者利益都更大的情况下，帮助生产者和消费者转移它们的风险。就以期货市场中的小麦合约为例，通常合约会规定交易双方在指定的日期以确定的合约价格买卖特定数量的小麦。在小麦种植期

间，农夫琼斯便可以着手签订一份合约，以此确保他能在收获季节以某一个固定的价格卖出所有小麦。由于不管将来小麦价格会发生怎样的变化，他都能确切地知道出售小麦所能得到的收入，所以琼斯在此时就可以为其生产做成本预算，比如购买施肥和灌溉的设备，与工人签订劳动合同等，在收支都确定了之后，他便能确定自己的利润额了。有了这张小麦期货合约，农夫琼斯就可以高枕无忧了。

面包师史密斯的问题正好相反。她已经同意按一个固定的价格将其生产的面包卖给几家环境优雅的餐厅，所以，她清楚地知道自己卖出面包所能得到的收入。如果她能签订一份期货合约，以便按一个确定的价格买入所需的小麦，则未来的利润便有了保证。这样，史密斯和琼斯不谋而合，他们通过期货市场的交易实现了皆大欢喜。

期货市场的概念似乎可以追溯到《创世纪》那里。埃及法老曾经召唤约瑟(Joseph)帮他释梦，在梦中法老见到七只肥羊和七束饱满的玉米穗变成了七只瘦羊和七束枯萎的玉米穗。约瑟告诉法老此梦预示着埃及在七年丰收后会遇到七年的饥荒，为此，他提出了一个破解的办法，其实质就是让埃及人在七年丰收之际去购买期货合约以避免此后七年因歉收所带来的饥荒。虽然埃及人未能建立第一家“尼罗河交易所”，但很显然，期货合约的思想在当时就已经诞生了。

期货市场的起源虽然有些扑朔迷离，但有一点似乎已达成共识，那就是这种合约有一个漫长的历史。有些

作家撰文认为期货交易开始于公元前2000年的印度，而另一些人则追溯到古罗马甚至是古希腊时代，但似乎现有的证据表明罗马皇帝曾从事期货交易，以此来确保获得充足的埃及食物。不管它的真实起源是什么，有一点是不容置疑的，现代期货交易的始作俑者倒的确是在18世纪出现于欧洲的“到岸”合约。这些合约用来购买在未来可得的货物，例如一船即将到港的货物。这种合约在美国谷物交易中曾起过很大的作用。

在美国农业发展的初期，谷物的价格似乎陷入了时而景气时而萧条周而复始的怪圈之中。当丰收之年农作物充斥市场时，价格便下跌；反之，当市场上谷物短缺时，价格又会上涨。于是，买者和卖者开始签订合约，以确保自己能在指定日期按确定价格进行一定数量的谷物交易。这些“到达”合约和远期合约就根据人们对未来市价的预期被不断地买卖，久而久之便形成了如今在芝加哥期货交易所(CBOT)——美国历史上第一家有组织的商品期货交易所——进行交易的标准化的期货合约。

芝加哥期货交易所创建于1814年。它最早是各种商品进行交易的场所，包括谷物、牛肉、猪肋等。它的对手，芝加哥商业交易所(CME)创建于1874年，成为继芝加哥期货交易所之后的第二家有组织的期货交易所，主要从事黄油和鸡蛋的交易。尽管后来在美国又陆续出现了一些其他的期货交易所，但后来者始终无法撼动芝加哥这两家的霸主地位。

尽管期货交易所确实发挥了它有益的经济功能，但是它看起来总是多多少少像一个赌场，而且确实有一些

交易者试图操纵市场。20世纪中最无法无天的期货市场操纵案当属邦克·亨特(Bunker Hunt)和赫伯特·亨特(Herbert Hunt)两兄弟垄断白银市场案。两人通过合谋,一度控制了价值170亿美元的白银,在此过程中,他们将白银价格从1979年年初的每盎司6美元一直拉升至1980年1月某个交易日的每盎司50美元的高位。

亨特兄弟的手法十分简单,但也十分冒险。他们在期货市场上堆积了庞大的头寸,先后买入大量的期货合约,然后在合约到期时要求实物交割。同时,他们在现货市场(在现货市场,购入实物金属后需立即交割)上大量收购白银,从而造成整个白银市场脱销的局面,使那些卖出白银期货的人在履行合约时遇到了相当大的困难。通过这样的手法,他们一方面提升了期货市场上白银的需求,另一方面在现货市场上限制了白银的供给,在此双重压力下,白银的价格一飞冲天。

作家斯蒂芬·费(Stephen Fay)曾描述过一则有趣的故事,讲述的是亨特兄弟携带600万盎司的白银飞越大西洋,送往国外贮藏的滑稽经历。他们将白银小心地堆置在货舱两边以平衡白银的重量,而中间巨大的空隙里则放置了一只关在笼子里的马戏团的大象。当飞机飞至大西洋上空时,飞机突然偏离航线失去控制。兄弟中的一人和他们的妹夫飞速冲向货舱,结果发现大象已将鼻子伸出笼外,并且正在玩弄控制飞机襟翼(飞行中可抬起以改变飞机方向和速度)的电线。斯蒂芬·费在描写此处时这样写道:"求生的欲望使我们的'英雄'变得异常勇敢,他们迅速打开笼子,将一只橡胶轮胎掷向大象,这

个新的玩具转移了大象的注意力，从而挽救了他们的生命，也挽救了他们的白银。”

从操纵现象产生的第一天起，它便成为了商品期货交易的痼疾，同时也是官方试图加以管制的对象。在美国，商品期货交易委员会（CFTC）规定了个人和机构的持仓限额，并希望以此来阻止垄断。但这恰恰给了亨特兄弟逃避法规的喘息之机。他们对外宣称两人各行其是，并无共谋之实。这样，法规的数量限制就被解释为针对他们个人的持仓量，而非联合持仓量。他们还声称拥有一座银矿的大量股份，因而应被视为白银市场上的合法套期保值者，而不是被看作不道德的投机客。据此，他们坚决否认自己通过各种公司实体、信托公司和合伙企业（包括和一个沙特财团共同建立的企业）控制了大量的白银，并企图以此达到在全球范围内操纵白银市场的目的。

管理者和法院最终识破了他们的阴谋。1980 年年初，商品期货交易委员会（CFTC）规定白银期货合约不能做多；同时，芝加哥期货交易所提高了白银期货的保证金要求，并降低了单个投机者的持仓限额，勒令交易者在 1980 年 2 月前清算掉超额的头寸。这些措施大大提高了人们对未来白银供给的预期，与此同时，白银的高价使生产逐渐摆脱了“生产作坊”的局限，人们开始熔化从银币到家用茶具的一切银制品以从中获利。上述种种使得昔日炙手可热的白银市场黯然失色，价格一落千丈。

到了 1980 年 3 月初，白银价格已经跌至每盎司 20 美元。当然，随着价格的下跌，那些持有白银期货的多头

(白银期货的买家)遭到了重创,他们不得不筹集新的资金以维持他们的保证金头寸,否则将招致强行平仓。而亨特兄弟则进行了殊死的抵抗,为了筹集追加保证金,他们不惜将数百匹心爱的赛马统统抵押出去。但是,白银价格仍旧狂泻不止,他们的努力终究成了螳臂挡车。3月19日,亨特兄弟无力缴纳追加保证金。他们的经纪人巴彻尔公司和美林公司开始出售抵押品,而他们的抵押品当然还是白银。为了挽救白银市场的颓势,亨特兄弟决定孤注一掷。3月26日,他们宣布将以手中持有的白银为抵押发行债券,而市场将此理解为是兄弟二人垂死前的最后一搏。3月27日,也就是后来著名的"银色星期四",在那一天里,白银从开盘时的每盎司16美元一直跌至收盘时的每盎司10美元,其状惨不忍睹。此时,市场流言四起,纷纷传言巴彻尔公司和亨特兄弟的其他贷款人即将破产。

后来,陪审团裁定亨特兄弟确实存在操纵白银市场的行为。有关"白银垄断案"的法庭审理和巨额罚款将亨特兄弟以及他们的同谋和经纪人通通拖入了难以自拔的泥潭之中。然而,对他们二人而言,事情还远未结束。亨特兄弟这两个在80年代世界上最富有的人,到了1990年已经沦落到向法院申请破产的悲惨境地。商品市场历史上最大的垄断案之一就此宣告结束。然而,它的"后遗症"还在延续,到了90年代初,白银价格跌到每盎司4美元。

正当白银的光辉渐渐散去的时候,一类新的期货正在一步步走上前台。在一群叫做金融期货的产品的推动

下,期货交易在八九十年代获得了长足的发展。许多金融资产在价格上日益加剧的动荡促成了这种局面的形成。在解决价格波动性的难题上,期货市场显示了其产品设计方面强大的创造性和革新性。

随着以国际固定汇率制为基石的布雷顿森林体系的土崩瓦解,汇率体系逐渐走向浮动汇率制或弹性汇率制,这使得汇率风险陡增。芝加哥商品交易所的雷欧·麦拉姆德发现这种由市场而非政府来决定汇率的新体系存有弊端,因而紧紧抓住了这个应用期货交易的契机,成功推出了多种货币的期货合约。与此同时,通货膨胀的力量也加大了固定收益证券的价格波动幅度,而且这种趋势越来越明显。因此,1975 年芝加哥期货交易所开始了由政府国民抵押协会(GNMAs)所发行的债券的期货交易,这开创了固定收益投资工具期货交易的先河。1976 年 1 月,推出了 90 天国库券的期货交易;次年 8 月,第一份政府长期债券的期货合约诞生。

1982 年的春天,堪萨斯期货交易所推出了第一份基于价值线股票指数价格的股指期货合约,它是金融期货史上又一座里程碑。而现在,基于标准-普尔 500 指数、纳斯达克 100 指数和道·琼斯工业平均指数的期货合约也陆续出现了。最近,一些国外股指数的期货合约也已经登台亮相。这些新兴的期货合约继续沿用现金清算的方法,因此,如果一个人以 1 000 美元的价格购买了一份标准-普尔 500 指数的期货合约,合约的卖者并不是在到期日交割一篮子包括 500 只股票的投资组合,而是根据

交割日股指的价值与 1 000 美元的差额由现金清算[①]。今天，金融期货的交易已占到了整个期货交易量的一半以上。许多行业观察家都希望期货市场的发展能够围绕这些金融工具再上一个台阶。

期权市场的功能和历史

大部分人都将期权视为投入一小笔钱并利用对股价涨跌的预期来进行投机的赌博工具。举例来说，假设现在 IBM 的每股售价为 100 美元，而你认为它将在短期内上升至 150 美元，此时购买 100 股 IBM 的股票需花费 10 000美元(再加佣金)。如果你对股价上涨的预期是正确的，将能在今后以 15 000 美元市价售出(较少的佣金)，不考虑经纪人的佣金，可以获利 5 000 美元，收益为初始投资的 50%。现在，我们换一种假设，如果你以每股 10 美元的期权费购买一份数量为 100 股、执行价格为 100 美元的 IBM 股票的看涨期权，你只需投入 1 000 美元(加上佣金)。假使股价果真上升到 150 美元，你便可以立即执行期权，以 10 000 美元买入 100 股 IBM 的股票，而后再到市场上卖出，可获得 15 000 美元。再次忽略掉经纪人佣金，你的利润将是股票增值的 5 000 美元再减去购买期权所付的 1 000 美元，等于 4 000 美元。从百分比的角度看，你的收益率已经变成了 400%，而不是

① 此处表述不当，股指期货交易以指数点报价，盈亏计算是以指数点差值乘以每点价值得到的。——译者注

原来单纯买卖股票所得到的50%。通过这种方式，期权使那些对股价走势预测完全正确的人大大提高了收益率。然而，下面我们将会看到，正如它们在控制风险方面所扮演的重要角色，期权和期货在加剧风险方面同样是当仁不让。

不过，股票期权还可以用于另一种途径，它不仅能转移风险，而且还能拓宽个人和机构的投资渠道。让我们用鳏夫怀特和赌徒格林的例子来加以说明。怀特已经不再工作，投资成为了他主要的收入来源，因此，他实在无力承受所持股票的大幅下跌。而格林认为怀特纯属杞人忧天，并且用钱打赌他说的一定没错。于是，怀特便卖给格林一份看涨期权以降低自己的风险。通过买入期权，格林获得了在指定的日期以双方确定的价格买入怀特所持股票的权利，作为代价，格林向怀特支付一笔权酬。

通过出售期权，怀特将盈利的机会转让给了格林，但前提是他的股票价格要在特定的时间内上升，并超过合约价格，即执行价格。反过来，怀特获得了一笔期权费，这使他多了一笔收入，并且在一定程度上补偿了股价下跌带来的损失。这样，期权在没有给怀特带来任何新的风险的情况下，将一部分风险和所有的潜在利润都转让给了格林。实际上，格林可能并不是一个冒失的赌徒，相反，倒可能是一个精明的投资者，因为购买期权可以作为一种有效的多元化策略以代替单纯的买入股票。

与期货一样，期权也有一段漫长而坎坷的历史。这一回，我们再次在《圣经》(《创世纪》29)中找到了商业期权的最早出处。事情是这样发生的：雅各(Jacob)希望娶

拉班(Laban)的小女儿拉结(Rachel)为妻。拉班同意了，但条件是雅各先要为他做工七年。七年后，雅各可以执行"与拉结携手一生的期权"。但遗憾的是，我们将看到拉班的这个头开得并不好，他最后背弃了自己的承诺，在"合约"到期时将大女儿利亚(Leah)"交割"给了雅各。

在亚里士多德(Aristotle)的《政治学》第一卷中，期权被重重地写了一笔。亚里士多德在书中向我们讲述了哲学家泰利斯(Thales)的故事，泰利斯因其贫穷而遭时人耻笑，并且人们以此为理由认为哲学毫无实际用处。然而，结果却是擅长占星术的泰利斯笑到了最后。有一年冬天，泰利斯通过观察星相预测到明年秋天橄榄将会获得百年不遇的大丰收。于是，他拿出自己仅有的一点钱，秘密拜访了当地所有橄榄油压榨机的主人，他付给每个人一小笔定金以买下一份"期权"，该"期权"的内容就是到了秋天时，他能优先以正常的租金租用他们的压榨机。亚里士多德接着这样写道："大丰收果然来临了，压榨机的需求骤然增加，这一下泰利斯得到了向求租者漫天要价的机会，结果大发横财。泰利斯以此昭告天下：哲学家若想致富，简直易如反掌。

在第二章中，我们曾记载了发生在17世纪荷兰的那场"郁金香狂潮"，正是这场金融史上触目惊心的一幕，给了期权第一次显山露水的机会。在当时，期权最初是用来进行套期保值的。通过买进一份郁金香球茎的看涨期权，从事买卖合约的交易商便可以确保自己能以确定的价格买到一定数量的郁金香。同样，郁金香种植者也可以通过买入看跌期权，获得以确定价格卖出郁金香的权

利。然而，到了后来，期权更多地成为了投机者“博利”的工具，他们发现看涨期权是一种有效的投资工具，他们能使每一块荷兰盾产生最大的利润。只要郁金香的价格持续攀升，那么一个看涨期权的持有者可以实现的收益就会远远大于购买郁金香本身所得到的回报。同样，当郁金香价格一路飙升时，看跌期权的立权人（即卖方）也同样是生意兴旺，因为在当时的市道下，根本无人会去行权，所以他们可以稳稳拿到一笔权酬。当然，到了1636年郁金香球茎“崩市”的时候，疯狂的投机者一夜之间便一无所有了。受打击最严重的当属看跌期权的立权人，他们现在再也无力履行诺言购买郁金香了。正是由于在这场经典的投机热潮中，看涨和看跌期权扮演了一个并不光彩的角色，或多或少是因为这个，期权自此背上恶名直到今天。

由于它和投机之间这种千丝万缕的联系，因此，在英国，1733年的巴纳德法案（Barnard's ACT）宣布期权为非法，此后又多次确认了期权的非法地位，这种状况一直持续到1860年。而其中要数工党成员对期权的反对呼声最为强烈，因为他们凭借对期权的初步印象，便一口咬定它就是一个赌徒的天堂。然而，很可惜，巴纳德法案在限制期权交易上的作用远没有美国的禁酒令那样有效。所以，尽管有法律的压制，但伦敦股票交易所的期权买卖依旧是兴旺发达，由此，伦敦成了世界上最重要的期权市场。

如同是在英国的翻版，期权在美国同样命运多舛。期权在美国的历史可以追溯到1790年。在南北战争爆

发之前，美国的期货、期权交易相当繁荣，然而，好景不长，随着“进步运动”横扫全国，所有的投机活动都跌人了孤立无援的境地。在19世纪、20世纪之交的时候，商品期权逐渐被认定为赌博性合约，于是“非法”、“禁令”纷至沓来。作为限制投机总法案的一部分，股票期权几度险遭废止，然而，幸运的是，它总能够化险为夷。

在20年代的大牛市中，美国民众对于期权的热情空前高涨，但是，最声名狼藉的滥用期权也同样发生在这段日子里。在本书第三章中，我们曾讲述，期权在操纵股价的一系列工具中有着非同寻常的地位。在当时，期权交易主要集中在两天和三天的看涨期权上，甚至还出现了仅有一天的看涨期权，因为其价格大约等于抽一天雪茄烟的费用，所以又被人称为“七根雪茄看涨期权”。在1932年到1933年期间，一项议会的调查发现20年代大量的金融投机活动都与期权的使用有关。于是，在1934年有人提出议案，要求彻底禁止股票期权交易，但是，1934年的《证券法》却仅仅禁止了特定期权的做空交易，同时还授权证券交易委员会加强对期权的监管。事实上，为防止政府的直接干预，期权行业自身也已经逐步形成了高度组织、严格自律的交易机构。

随着1973年芝加哥期权交易所(CBOE)的落成，股票期权开始了其有组织的交易。1975年，美国股票交易所(AMEX)开始了期权交易，此后，许多地方性的股票交易所纷纷效仿。由于期权交易进人了有组织的时期，先前存在于期权交易中的许多隐患得以消除。期权清算公司(OCC)，作为一个全国统一的清算中心，它的功能在

于发行并担保在美国交易所中买卖的每一张期权合约。在过去，交易者必须依赖对方的信用，才能实现合约所规定的义务，但现在通过期权清算公司(OCC)便可以从根本上消除此类信用风险。除此之外，交易所也极大地降低了期权交易的成本，并且一个连续性的市场的存在会使投资者得以按竞争性定价开始和结束他们的期权交易。这些发展为正处于快速扩张阶段的期权市场铺平了前进的道路。

衍生工具的惊险刺激

我想残留在读者脑海中最清晰的记忆莫过于衍生工具的使用所引致的巨大风险。如果有人试图卖给你一种既无风险又能确保利润的衍生工具的投资策略，那你得小心啦！他也许正在向你兜售骗术。如果什么东西听起来好得叫人难以置信，那么毫无疑问，它一定没有传说中的那么好。

从某种角度来看，你可能会认为花 500 美元购买一份基于特定股票的看涨期权并不昂贵，其中蕴含的风险也不算大，因为你全部的损失也不过是 500 美元。然而，换一个角度，你会发现这项投资的风险大得惊人，因为你损失的 500 美元正是你全部的初始投资。至于期货，结果可能更加是灾难性的。假如，你想购买价值 10 万美元并于未来交割的长期国库券头寸，可能你只需缴纳区区 1 000 美元作为初始保证金。但是，如果国库券的价格急跌 2%，这种情况在任何一个交易日中都有可能发生，

你将要为此承担 2 000 美元的损失，它是你初始投资的两倍！这就告诉投资者即使你投入的是相对较少的钱，也仍然可能遇到极大的风险。

有时候，即使是职业投资者也会被搞得焦头烂额。90 年代中期，宝洁公司参与了一次“个性化”衍生工具的交易，本指望借此实现自己的借贷目标，但结果事与愿违，当美、德两国利率大幅上升之后，该公司的损失超过了 1 亿美元。公司管理层将此次交易失败的责任归罪于“特殊化的安排”，据此，宝洁公司一纸诉状将银行家信托（它已不再值得信任）告上法庭，指控后者错误地推荐了这项交易。在险象环生的衍生工具市场里，甚至连一些保守的公共财政官员也“在劫难逃”。1994 年，加利福尼亚州“橙县”的圣诞致词竟是宣布向法院申请破产，原因是该地区在高风险投资中损失了 20 亿美元。衍生工具尽管在“橙县”倒闭一幕中仅仅扮演了配角，但还是遭到了新闻媒体最严厉的指责。1995 年 2 月底，英国最负盛名的银行，同时也是历史最悠久的投资公司——霸菱银行倒闭，而直接的罪魁祸首便是该银行在日经指数期货的炒作中高达 10 亿美元的巨幅亏损。

一名普通投资者怀揣 1 000 美元，通过一系列精明老练的交易，在几个月后把它变成 10 万美元（希拉里·罗德瑟姆·克林顿（Hillary Rodham Clinton）曾宣称自己有过这样经历）。如果有人问我，这种事情成功的可能性有多大，那么我会告诉他，这就好比你去拉斯维加斯，用 1 美元从老虎机那里赢得了 5 000 万美元的大奖，并且从此永不再踏入赌场，前者的成功率绝不会比后者

更大。

即使投资者利用了在 90 年代末基金经理们最常使用的对冲技术，他们还是有可能被卷入巨大的风险漩涡之中。在对冲基金的运作中，基金经理们很可能卖空一种股票或债券指数的衍生工具，但同时又买入另一种衍生工具。举例来说，假如你认为小公司股票的涨幅会超过大公司，那么你可以买入一份为期 3 个月的罗素 2000 指数(小公司的股价指数)的期货合约，再卖出一份等价的标准-普尔 500 指数(大公司的股价指数)的期货合约。现在，从某种意义上说，你正在进行对冲。如果所有股票都告下跌，那么你在罗素 2000 期指上会损失，但在标准-普尔 500 期指的交易中却可以盈利。不管股市向哪个方向运动，只要小公司股票的走势强于大公司，你就可以从中获利。但是，如果股票走势与你所预测的背道而驰，也就是说，大公司股票的表现要好于小公司，那么你将损失惨重。你可别不信，事情就是这样，因为在期货市场上，你只需投入几百万美元便可以控制多达数十亿美元的金融资产。由此可见，衍生产品的确能向投资者提供大得多的美元杠杆比率。

乔治·索罗斯(Georgr Soros)，一位著名的对冲基金的经理，有人说他被赋予了米达斯的点金术，当他正确地预见了各国货币之间的强弱关系，并把它转化为一张张对冲期货合约时，他能一下赚取数亿美元的利润。然而，当"米达斯"(索罗斯)点石成金的手失去效力时，情况就会变成 1999 年那样，索罗斯仅在一种货币的交易中便损失了 5 亿多美元。所以说，杠杆其实是一把双刃剑。



"嗨！怎么总会有明天啊_嗯，除非你正在做衍生工具。"

注：版权归属理查德·克莱恩(Richard Cline)。获准复印。

衍生工具交易留给投资者另一个深刻的印象就是高昂的交易成本。如果一种期权的报价为：出价(买价)5——要价(卖价)5.25，这就意味着：如果要购买这种期权，你就得支付5.25；而如果要出售它，你只能拿到5，那0.5美元的差价便是你进行这种投资工具买卖(所谓"双向交易")需支付的交易费用，而且里面还不包括经纪人的佣金。即便经纪人对你作了一些让步，那么通常每次买卖最低的佣金也高达35美元，而进行一次数量为100股、每股权酬5美元的期权的"返回交易"则需支付70美元，实际上，这相当于14%的费用率。

普林斯顿学生投资俱乐部在90年代初的经历表明了衍生工具交易中"暗藏杀机"。4名普林斯顿大学的学生，希望直接到股市中学习投资，于是每人投人500美元组成了一个投资俱乐部。因为仅有的2 000美元根本无法买到普通股的投资组合，所以他们决定采取购买期权

的策略。自此，他们时不时会买入四到五份所选中的普通股的看涨期权，偶尔也会买入一两份他们认为定价过高即将下跌的股票的看跌期权。投资俱乐部运作两年来，有过不少出色的战绩。

当高科技股大红大紫的时候，他们果断重仓买入英特尔和微电子技术的看涨期权。同样，他们也很好地把握了购买看跌期权的机会，在斯奈泼啤酒股价经过一番疯狂炒作后，达到了令人难以置信的高度时，他们成功地预见了它的下跌。而“波上顿小鸡”则为他们下了一个“金蛋”，一度成为“波士顿火鸡”，投资俱乐部从中也捞了一笔。

当然，并非他们所有的交易都是盈利的。俱乐部曾购买了派拉蒙电信和格拉雯航空的看涨期权，原本估计，这两家公司在首次公开发售后，会出现抢购股票的“价格战”，但他们的希望落了空。结果到期时，他们手中的看涨期权变得一文不值。在两年的成功运作后，俱乐部的成员行将毕业，于是他们决定分享“劳动果实”。通过计算发现，最初的 2 000 美元仅仅增值为2 125美元，平均年收益率为 3%，这一收益率大大低于同期股票市场10%的平均年收益率。如此出色的投资者怎么会输给大盘呢？答案既简单又纯粹：经纪人的佣金。他们总共付出了 980 美元的佣金，这几乎是他们初始投资的一半。这些年轻的创业者所做的一切，与其说是在为自己挣学费，还不如说是在为经纪人的“豪宅”添砖加瓦。

来自期货、期权的潜在利润和陷阱的几个例证

如果我们用几个例子、几张图表来说明衍生工具中的潜在利润和损失，相信投资者理解起来会容易得多。在这一部分里，我们将用微电子技术——这只90年代最炙手可热的科技股——来讲解一些基本的操作策略。

“走牛”的微电子技术——可供选择的盈利和风险策略

假设你相信微电子的股价还会上扬，并且试图分析直接购买股票和买入一份每股权酬4美元、为期3个月的“两平”看涨期权这两种策略各有什么利弊(在这段补充材料的附录里，我会向读者解释决定不同权酬的大小的主要因素)。如果股票当前价为40美元，而合约的执行价也是40美元，恰好等于当前的市场价，那么我们称之为“两平”。用期权的术语来说，如果投资者买了一份执行价为45美元的期权合约，那么这张合约就被称作“有输头”的看涨期权，因为合约的执行价超过了当前的市场价。类似地，一份执行价为35美元的看涨期权和当前40美元的市场价便形成了5美元的“实值”。为了讲解的方便，我们将力求使例证简单化，因此，所有的图表展示的都是“两平”看涨期权。

如果你直接购买股票，则盈亏的结果就完全等同于微电子股价的变化。假如微电子股价上涨至60美元，涨幅为50%，那么最初价值为4 000美元的100股，现在的

市值已经是 6 000 美元了，你的收益率也恰好为 50%(为计算方便，我们在这里以及后面的期货例证中将忽略掉佣金成本)。另一方面，如果你选择购买一份每股权酬 4 美元、执行价为 40 美元的 3 个月的看涨期权，那么微电子股价同样幅度的上涨将会使你的初始投资增值400%，即 1 600 美元。你可以按 40 美元行权，同时以 60 美元的价格在公开市场上卖掉。你的利润是股票增值所带来的 2 000 美元减去购买期权的 400 美元。显面易见，如果你正确的选择了股票，你的收益率将相当可观，而且即使股票下跌，你也能受到一定程度的保护，比如微电子股价下挫，你可以在到期时不行权，这样，最大的损失也就是你当初购买合约时所付出的 400 美元。

假如我们把上述的例子作一些修改，你不是投入 400 美元，而是将 4 000 美元全部用来购买期权，那么结果便更加妙不可言了。

这时，股价上升 50%，你将会得到 16 000 美元(1 600美元的 10 倍)的利润，而不是直接购买股票时的 2 000美元。如图 1 所示，当一切如期顺利进行时，期权在增加利润方面强大的杠杆效应是有目共睹的。

正如大家所知道的，杠杆交易具有两重性。让我们继续沿用投资者投入全部 4 000 美元购买期权的那个例子，这回我们假设微电子的股价在 3 个月内原封未动。这样的话，购买股票的投资者会继续持股，而且也没有丝毫的损失。实际上，在他持股的 3 个月中，他还可以获得公司派发的红利。然而，购买期权的投资者就没那么好运了，他们不仅在 3 个月内颗粒无收，而且还要损失

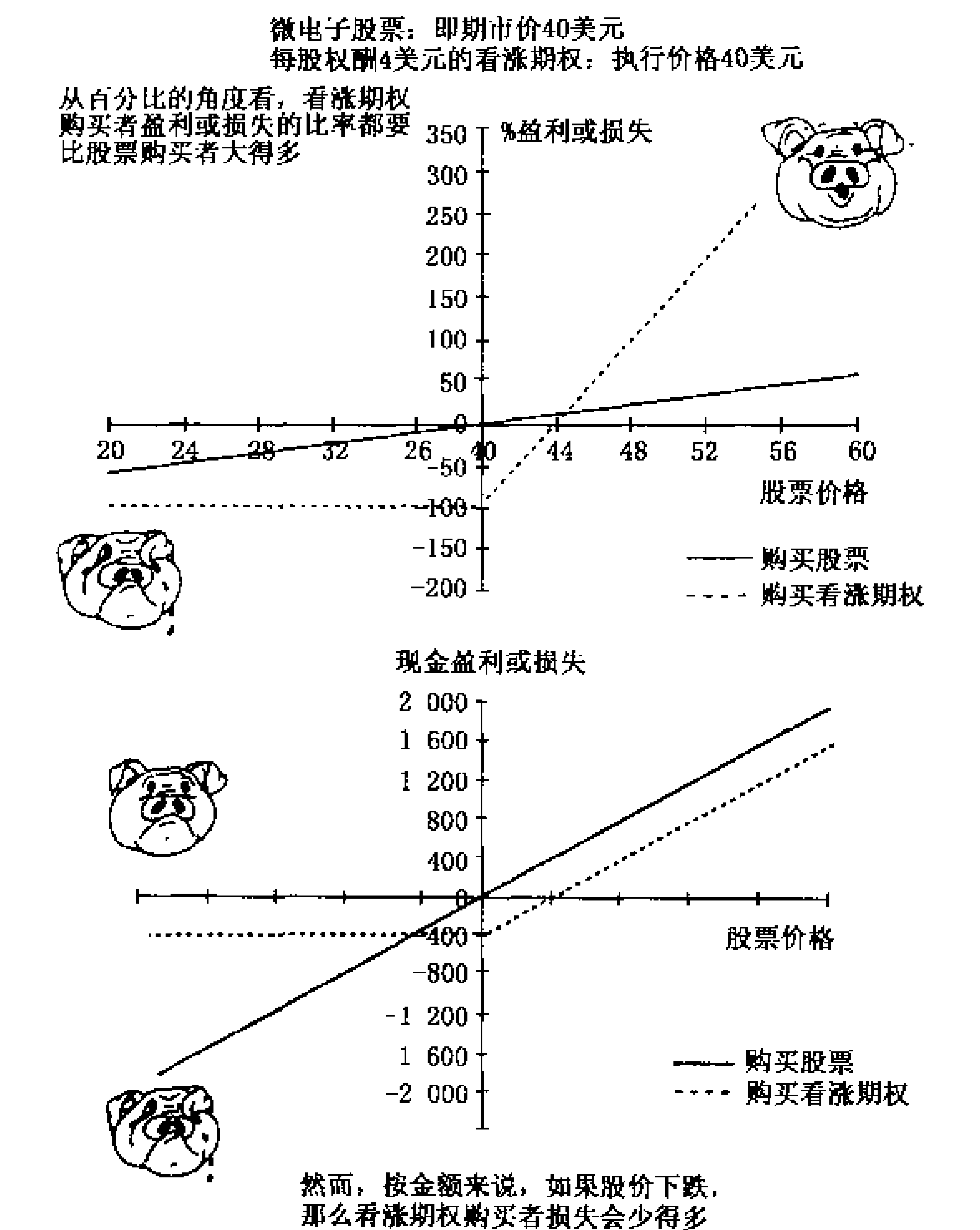


图1　用看涨期权而非股票来赚钱的诱惑

4 000美元期权费。因而，如果有人告诉你购买期权是没风险的，那么现在你该明白，他并没有说实话。期权购买者不仅对股价的变动要有准确的判断，而且对变动发生

时间的判断也必须同样的准确。如果微电子的股价在4个月以后才上涨，那么期权购买者的初始投资仍旧会损失殆尽，而股票投资者则会赚个盆满钵盈。在你打算采用看涨期权这种投资策略之前，你得考虑清楚，因为这不仅要求你准确选出会涨的股票，而且上涨的时间也必须同你的预测毫厘不爽。

"走熊"的微电子技术——可供选择的盈利和风险策略

假设你相信微电子的股价在未来一段日子里将呈跌势，那么你可以从买进看跌期权中渔利。看跌期权将赋予你按敲定的价格卖出股票的权利。也就是说，如果股价跌至30美元，那么你可以行使期权以40美元的执行价格卖掉股票。但问题是，如果你没有股票，你怎么出售呢？这很简单，你可以从公开市场中以30美元的价格买进股票，然后再以高出10美元的价格将股票卖给看跌期权的立权人。[①] 因此，一个看跌期权的买者只有在股票价格下跌，并且跌幅超过权酬时才会盈利。例如，如果看跌期权每股权酬为4美元，那么购买者只有在微电子的股价跌至36美元以下时，才能有所斩获。然而，若股票价格大跌，则看跌期权的买方将能获得惊人的利润。当然，若股票横盘甚至不跌反涨，那么看跌期权的买者无疑会失去所有的筹码。

① 其实，你不必行权，只要简单地将看跌期权出售即可。看跌期权的价格会一直上涨到能反映自身蕴含的价值为止，就是要反映它赋予投资者的以高于市场价10美元的价格卖出股票的权利。

购买看跌期权的策略也可以同持有股票结合起来。假使你手中握有微电子技术的股票，但却整日忧心忡忡，因为你总是担心股票会暴跌。在这种情况下，你可以考虑买进一份执行价为 40 美元的看跌期权，这被称为“买入保护性看跌期权策略”。如果股价下跌，你可以按 40 美元的价格卖出股票；而如果股价上扬的话，你也可以在到期时放弃行权，同时从所持股票的增值中获利。是否有一种万无一失的感觉？但实际上并不尽然。购买看跌期权的每股权酬是 4 美元，因此，在股价下跌时，只有股价跌幅超过 4 美元时，你选择行权卖出股票才会使你的状况变好；而在股价上涨时，你的利润中也必须扣除掉这笔每股 4 美元的权酬。权且把这 4 美元看作是为期 3 个月的保费，就当是花钱买得心灵的平静，因为这样你就无需再担心微电子股票带给你的损失了。但是，就像汽车保险，它的保费可并不便宜啊！图 2 向我们展示了持有股票的看跌期权的购买者和没有股票头寸的看跌期权的购买者各自的盈亏状况。

此外，还有另一种方法也能使你在微电子股价下跌时得到一定的保护。股票的持有者可以根据自己所持的头寸卖出一份看涨期权，这被称作“卖出有保护的看涨期权策略”，图 3 将对此加以解释。

与购买看跌期权以寻求保护的策略相比，它既有优势，也有劣势，这些在图 3 底部的总结性说明中写得一目了然。如果在 3 个月的时间里，微电子的股价始终保持在初始价格上下 20% 的区间里，那么在这种情况下，卖出看涨期权的策略显然要比买入看跌期权的策略更加有

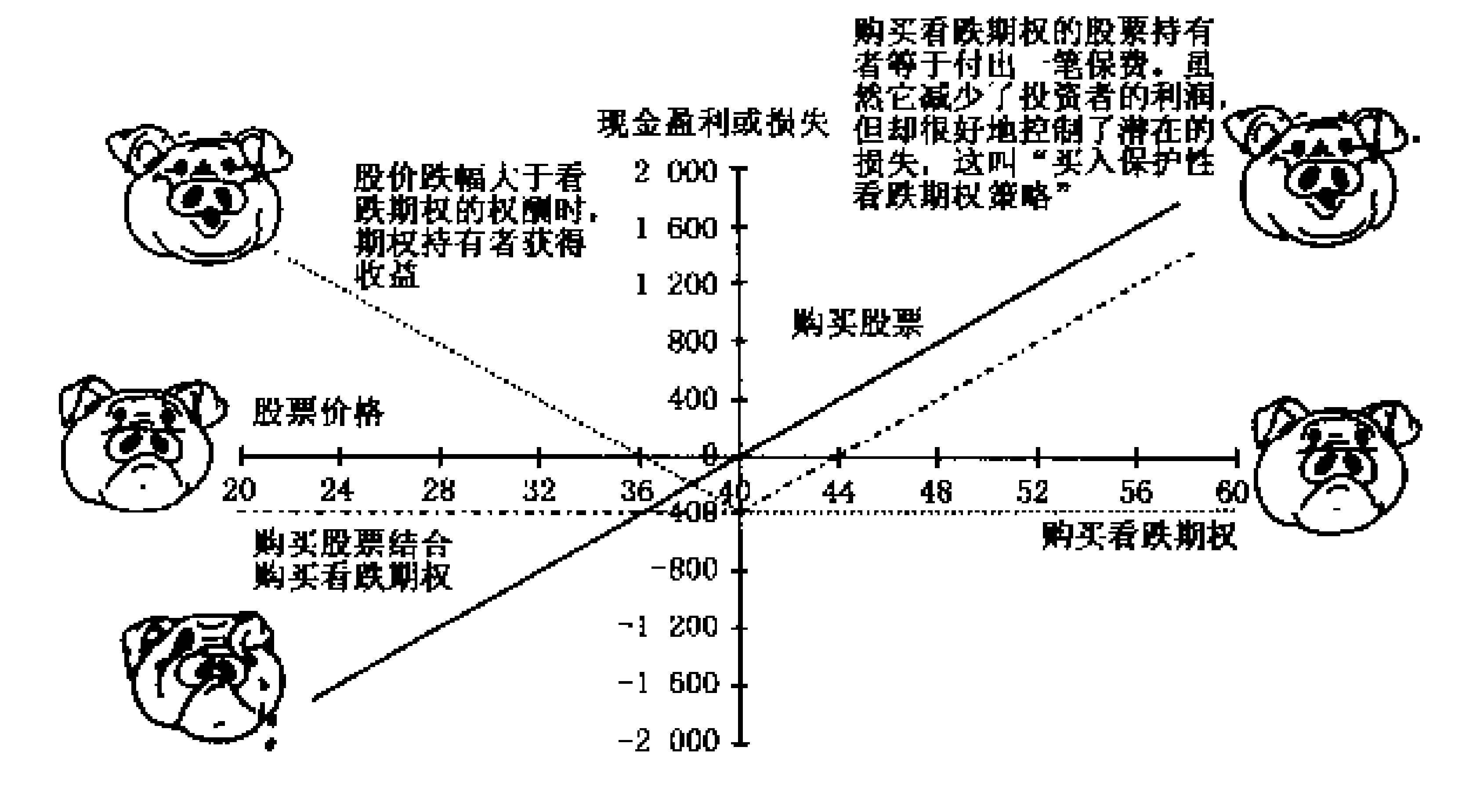
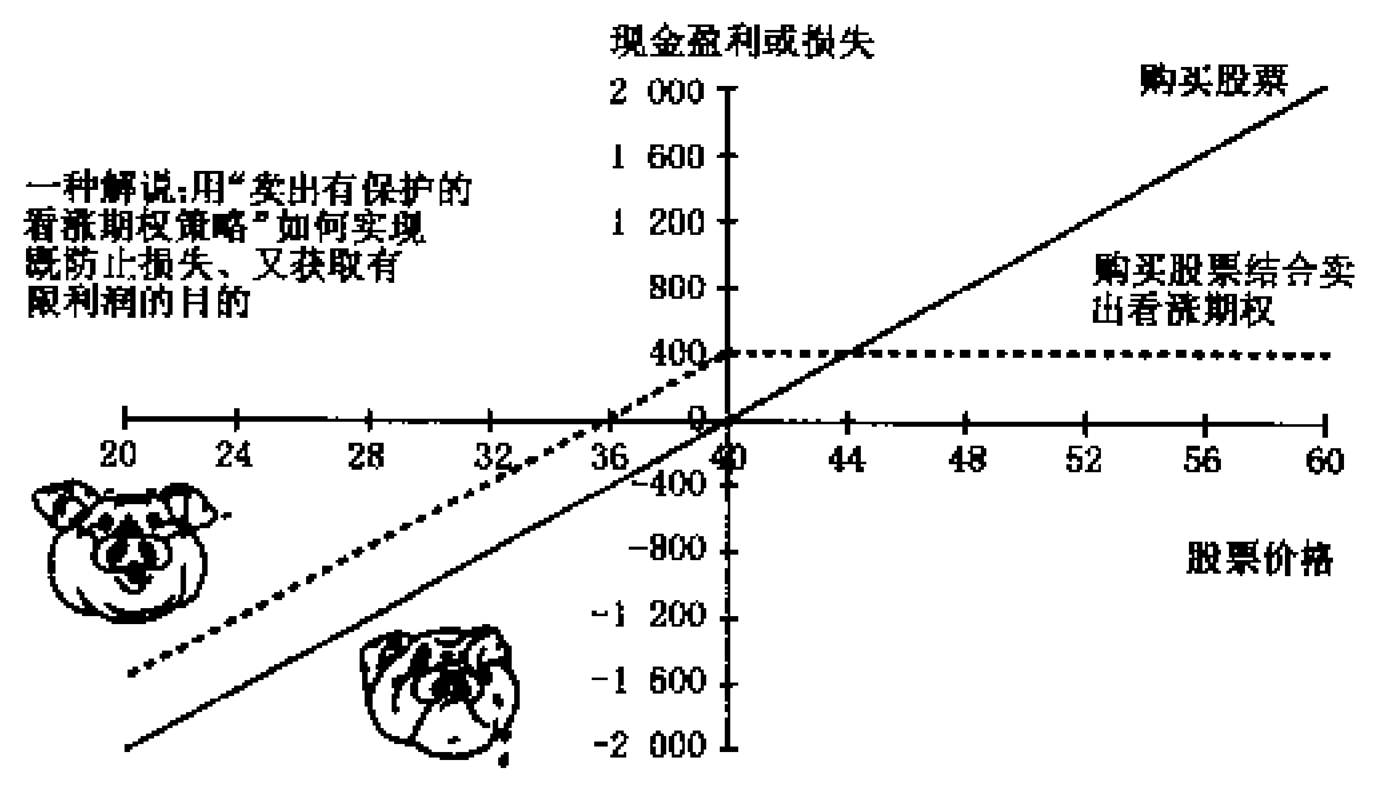
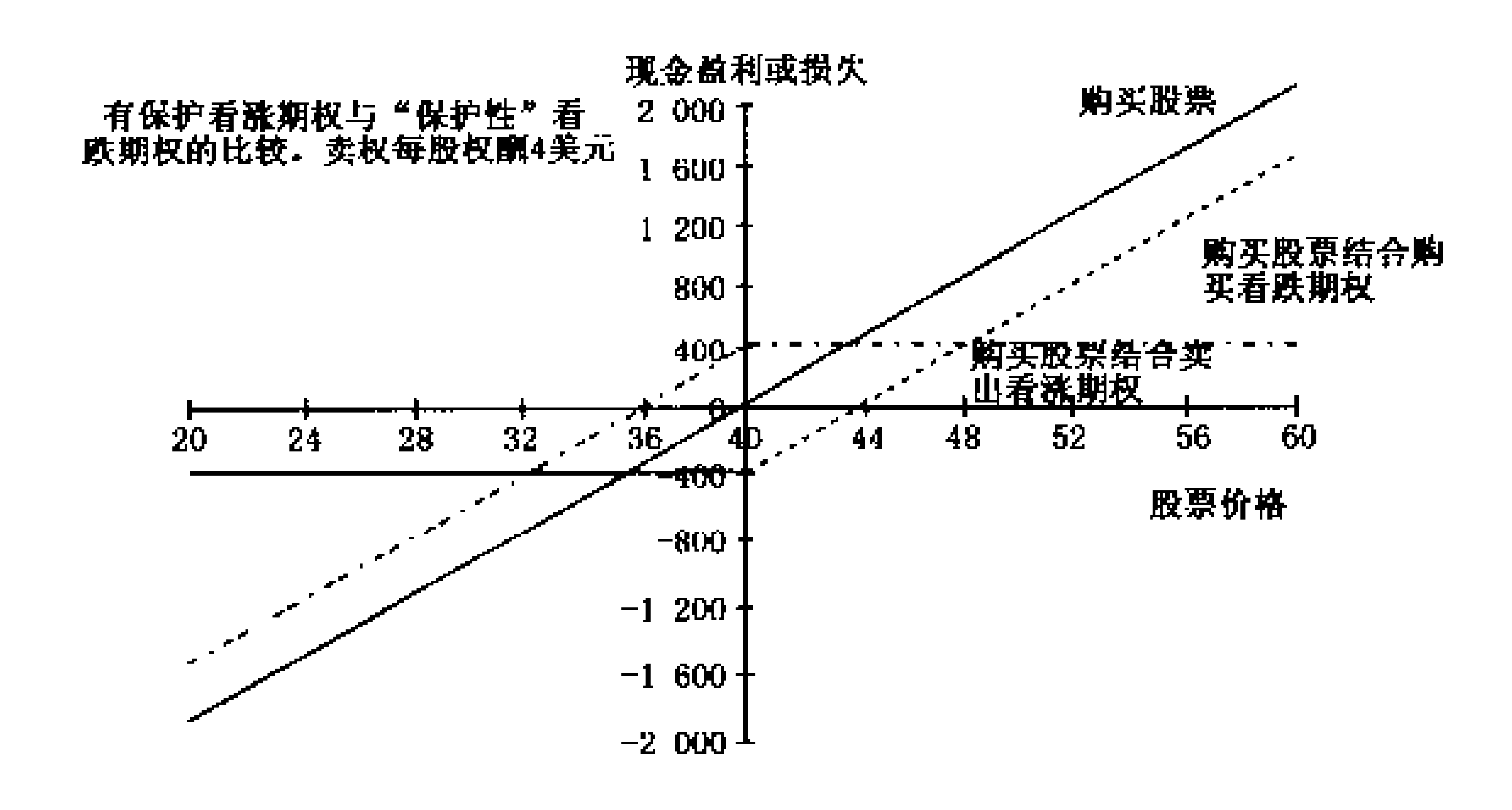


图 2　如何才能全力以赴做到最好





这张图显示了一个以每股40美元的价格购买了(或已经拥有)100股微电子技术的个人投资者在卖出一份每股4美元权酬的看涨期权后的盈亏状况。这被称作"卖出有保护的看涨期权策略"。如果3个月后,股价仍维持在40美元,则无人会在到期时行权。这样,投资者便可在拥有价值4 000美元股票的同时,再得到一笔400美元的期权费,也就是3个月盈利10%。事情到目前为止似乎还不错。现在假设股价升至60美元,但可惜的是,"有保护的看涨期权"的立权人却无法从中获利,因为期权的购买者会按执行价每股40美元将股票悉数买走。最后,他只能得到卖出股票的4 000美元,当然,还有那400的每股4美元的权酬。由此,我们可以看到,只要在3个月到期时,微电子的股价高于或等于40美元,"抵补看涨期权"的立权人都可以盈利10%。然而,如果微电子的股价是下跌的,那么股票持有者就只能接受亏损的厄运了,但幸而此时期权的买者不会行权,所以那400美元的权酬或多或少可以弥补一下投资者的损失。

当价格在32~48美元之间时(即当前价±20%的范围内),"抵补卖出看涨策略"策略要好于"保护性买入看跌策略";但对于更大幅度的价格波动,"保护性看跌期权"就显得更胜一筹了。

图3 如何在"牛市"中保持头脑的冷静,在"熊市"中减少心灵的创伤

利,因为前者可以坐收一笔权酬,而后者则需付出一笔权酬。事实上,即便微电子技术的股价跌至32美元,即跌幅为20%,两种策略的使用效果也是一样的。因此,只

要你认为在未来3个月里，微电子股价的波幅不会超过±20%，则利用“卖出有保护看涨期权策略”以寻求保护，就肯定不会是一个错误的选择。然而，要是股价涨跌幅超过了20%，那么采用“买入保护性看跌期权策略”则会更加明智。购买看跌期权的战略在对付股价深幅回调时能提供更多的保护，而在价格大幅上扬时又能使投资者获得更多的利润。

当然，对一个看涨期权或看跌期权的购买者来说，都存在一个相应的卖出者。但是，正如许多期权的买者并不持有股票那样，许多期权的卖出者也同样手无寸股。卖出看涨期权却不持有股票的情况称为“卖出看涨裸期权”。再说一遍，看涨期权的卖者有权得到一笔权酬，但必须同时承担潜在的以执行价(在我们所有的例子中，这一行权价都是40美元)卖给期权持有者100股股票的义务。因此，如果股价上涨到60美元，则会有1 600美元从100股期权合约中浮出纸面。而“看涨裸期权”的立权人则必须花6 000美元从市场中买入100股微电子公司的股票，然后再按执行价每股40美元的价格，即总价值4 000美元转让给期权持有者。这样，用2 000美元的差额再减去400美元的权酬，他一共损失1 600美元。所以，一旦股价上扬，他们便会噤若寒蝉。反之，如果微电子技术的股价跌至每股36美元，那么期权的购买者便不会行权，因为他不会傻到用4 000美元去买价值为3 600美元的股票，这样，期权的买者便可以将400美元欣然置于囊中了。显然，赚取这样的利润无异于刀口舔血，它的风险太大了。

看跌期权的卖出者与“看涨裸期权”的立权人的处境极为相似。如果股价上扬，他们便可以将保证金稳稳的放进口袋里；而倘若股价下跌，他们就会遭受沉重的打击。实际上，我们很难计算出卖掉“裸期权”的盈亏比率，因为经纪人为了确保立权人能够履行合约所规定的义务，他会不断要求立权人缴纳足够的保证金。所以，显然，卖出“裸期权”是一个风险极大的策略。当然，如果买方放弃行权，那么期权买者的获利也确实不小，但是潜在的风险却是更加大。在 1987 年股市崩盘时（或遇到 1989 年股市的暴跌），“看跌裸期权”的立权人会输得一无所有；而在 80 年代早期，“看涨裸期权”的立权人由于要到市场中买入不断攀升的股票以履行交割义务，所以他们的命运可想而知。

涉及金融期货的投资策略

如果你真想拥有一套“光彩夺目“的投资组合“外衣”，不妨加进金融期货作些“点缀”。这些投资工具中最为流行的当属标准-普尔 500 期指和长期国库券的期货。让我们一起来回忆一下，期货合约所代表的是交易双方在指定的日期按照确定的价格交付或接受某种商品的义务（在这里，商品指的是长期国库券和一揽子股票）所需支付的价格是当初合约在市场上买卖的价格。与真实的商品交易不同，金融期货并不存在实物交割，到期时双方以现金交割，金额的大小根据合约购买的价格和最后交易日基础资产的实际价值的差额来确定。比方说，假如你以每张合约 1 400 美元的价格购买标准-普尔 500 期货

指数,到交割日时,假设指数价值为 1 380 美元,那么你必须付给期货买方每张合约 20 美元,这是你在此项交易中的损失。[①]

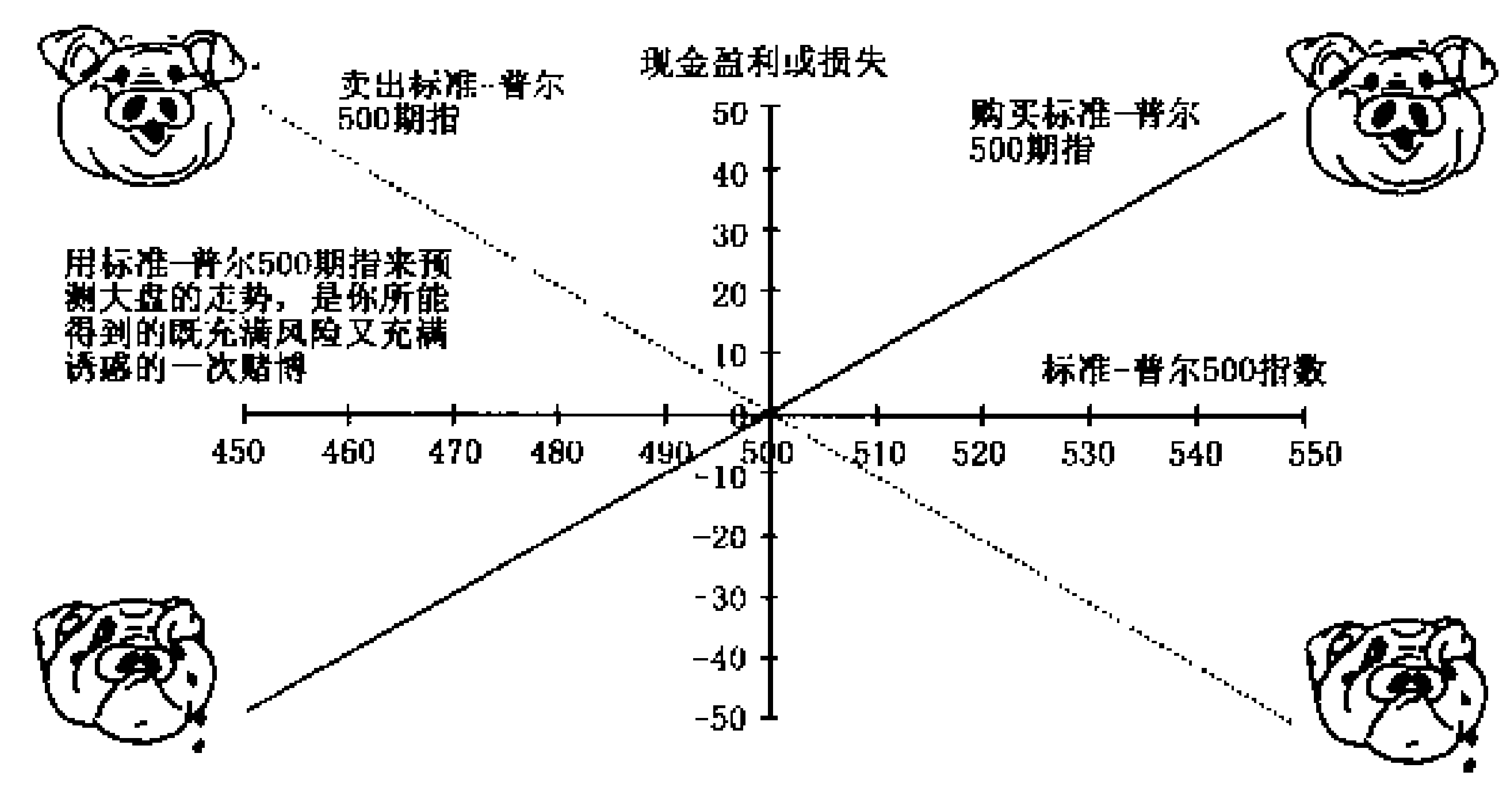
期货合约的买卖双方都要遵守保证金要求,它决定了所要缴纳的初始保证金和追加保证金的水平。不仅如此,金融期货还有一个特殊的"逐日清算"制度。在每天收盘时,期货合约的价值得以确定,遭受损失的一方要缴纳等于其实际损失额的追加保证金(这叫做"盯住市场")[②]。因此,无论是金融期货的买方还是卖方,都必须支付他们遭受的所有损失。除非交易者平仓了结自己的期货头寸,否则,随着市场的连续运动,他们将不断被要求交付业已发生但尚未实现的损失。

如图 4 所示,成功把握市场脉搏的能力显然能为你带来不菲的利润。然而,经济学家并不相信有人具备这种能力,你最好也不要相信。专门从此类交易中谋利的投资经理们的表现是相当随机的,而且他们成功的几率并不比华尔街上普通人大多少。然而,必须指出的是,并非所有的期货交易者都是投机客。指数基金就广泛的运用标准-普尔 500 期货指数作为其捕捉指数的暂时性波动的一种投资方法。通过这种方式,指数基金的投资总是可以尽可能地多元化,并且还能牢牢地盯住指数不放。标准-普尔 500 期货指数也被大量地用于套期保值的目

① 注:再次申明,股指期货盈亏是按指数变动乘每点价值确定的,作者举例欠妥。——译者注

② 此处有误。仅当保证金余额低于维持保证金水平时才需要补足到初始保证金水平。——译者注





价格为 500 美元为期 3 个月的期货，2%的保证金要求

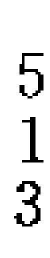
在这个例子中，一个拥有 2 000 美元的投资者可以控制高达 10 万美元的标准-普尔 500 指数的头寸。盈利和亏损的比率是基于初始投资计算出来的。标准-普尔 500 期指的购买者将从期指价格的上涨中赚取一张又一张的美元，而当期指的价格跌至先前合约所确定的价格之下时，他也得承受同样大小的损失。期货卖者的情况则正好相反。

图 4　怎样透析期货，便会有怎样的结局：
衣冠楚楚的绅士或衣衫褴褛的流浪汉

的。如果投资者对自己所持股票的前景充满了信心，但对大盘的走势却非常担忧，那么他可以选择卖出标准-普尔 500 期货指数，这样，即使未来股市大幅下跌，也可以使自己从期指交易中赚取的利润超过个股下跌的损失。

关于衍生工具的论战

每当在金融领域中出现了巨大的盈利或巨大的亏损时，总是少不了关乎于此的争论，而且似乎衍生工具比其



他一般的投资工具更易引起了人们的关注。有两类对它的批评显得尤为突出。第一类批评主要来自那些在衍生工具市场上有过惨痛经历的投资者，他们的“血泪控诉”最能打动一些管理者和政客的“恻隐之心”，于是乎这些“热心人”便会站出来大声疾呼：告诫人们提防整个金融体系的潜在脆弱性。虽然，标准化的期货、期权合约是由实力强大的清算公司统一清算并提供担保的，但是“个性化”的衍生工具则只需买卖双方点头即可。正是这些为顾客“量身定做”的衍生工具成为了 90 年代许多公司在投资中损失惨重的元凶。而且，因为在许多国家这些衍生工具交易的反对者是机构投资者，所以，那些喜欢杞人忧天的投资者就据此认为，如果不对此类交易严加管制，则可能会导致整个国际金融体系的崩溃。

另一派对衍生工具持批评态度的人则声称他们会使股票和债券市场更加动荡不安。批评者将期货、期权交易者得到的杠杆优势视为最危险的不安定因素，因为这会使大宗买卖变得更为频繁。如同他们在 1987 年 10 月股市崩盘时所做的那样，几乎在每一次股价出现深幅下跌时，他们对于市场中贪婪的不法之徒的抨击都会特别的强烈。据说，他们现在已将矛头指向不断增多的指数基金（他们能够买卖“一篮子”股票）和计算机程序交易策略（通过它，投资者可以自动输入命令以同时买卖一批股票，例如标准-普尔 500 指数成分股），将它们视为最大的害群之马。对此，我实在不敢苟同。

作为一种追踪和调整基础证券头寸的廉价机制，期货和期权的交易发展得如火如荼。对于机构投资者而

言，如果他们希望改变手中持有的投资组合，或者试图用对冲技术来防止大盘下跌，那么，借助这些衍生工具便可以更加快捷地实现他们的目的，而且所需佣金成本较之基础证券市场也要更低一些。因而，我们可以看到期货市场会对新的信息率先做出反应，从而给人的印象似乎是它们在决定着股票市场价格的走势。

对于程序交易所蒙受的不白之冤，我感到尤为痛心。因为这一项技术最为直接地贯彻了我在每一版中都极力推崇的“金科玉律”——使用“消极的投资组合管理”。当投资者为了捕捉最佳的买点和卖点，而不断地从一只股票换为另一只股票时，他辛辛苦苦得来的利润已经被佣金和税收无情地蚕食殆尽了。实际上，三分之二的投资经理积极运作的结果始终逊色于根本无人管理的标准-普尔 500 指数，翔实的数据已足以表明简单的购买并持有指数是多么地明智（正如现在许多指数基金所做的那样），通过程序交易，指数基金便可以轻而易举地对投资组合进行股票的增减。它的健康发展将会极大地改进投资组合管理的有效性。

“指数化套利”是程序交易的又一种表现形式。它的目标是营造一种“完美”的套利机会，并且通过将股票投资组合与期指合约结合起来，从中谋取不同寻常的回报。只要期指的价值与基础证券的价值发生了背离，套利的机会就会悄悄出现。举例来说，假设标准-普尔指数中 500 只成分股的价值为 1 500 美元，而此时标准-普尔 500 期指的价值为 1 550 美元，则指数套利者会以 1 550 美元的价格卖掉期指，同时利用程序交易以 1 500 美元的价

格买入500只基础股票，这样便可以确保50美元的利润，而且所付的佣金和交易成本也更少。指数套利的益处有两个方面。首先，通过增加交易量，可以同时提高股票市场或期货市场的流动性。其次，套利交易可以使两个市场联结得更加紧密，而且可以保证基础资产和其相关期货的定价更加合理。当有关股票市场的新信息出现时，由于期货交易具有低廉的交易成本，所以期货市场便自然成为这些信息（或观点的变化）最好的切入点，并在计算机的推动下，“指数化”套利还可以将这些新闻很好地导入到股票市场。但是套利技术仅仅是一种媒介，它不是信息本身。说到底，最终推动市场前进的不是技术，而是人！

期货市场的产生缓解了基础资产市场的变动性。把股票市场的动荡不安归咎于期货市场以及与之相关的程序交易是根本没有道理的，这就像把令人不适的温度归咎于温度计那样毫无逻辑可言。程序交易使市场在面对基本面和大机构观点的变化时，能够作出更快的反应，从而大大增加了股票市场的有效性。而且因为全球金融市场正在逐步走向一体化，国外的投资者一定会充分利用我们所放弃的每一个机会。

在1929年“股灾”之后，政府曾立法禁止电话下单，现在轮到衍生工具和程序交易成为众矢之的了。其实技术终究无法推动市场，它的功能仅仅是让信息的流动更加便利。程序交易不是一种单纯由计算机驱动的盲目的技术，当然也就不会阻止市场体现其价值；相反，它反映了投资者对股票价格的判断，并且通过电脑使决策得以

更加快捷地执行。试想如果机构投资者决定卖出股票，他当然可以使用计算机，但他同样可以使用电话，甚至像早期那样，通过开着的窗户向外面的经纪人打手势。

是的，当股价出现猝不及防的大幅波动时，个人投资者确实会有一种被大机构玩弄于股掌之中的无助感。但是，用一句俗话来说："如果当你周围的人都失去理智时，你还能保持一份清醒，那么你便抓住了问题的要害。"致力于长线的投资者虽然人在股市，但既可以也应该做到对市场短期的起伏不加理会。市场短期波动时的输家几乎总是那些频繁进出的机构投资者，市场一次又一次地证明了他们试图把握市场的努力都是徒劳的，而那些买进并长期持有股票的心态稳定的投资者总能够笑到最后。

当人们在宣称由衍生工具带来的巨大损失将动摇全球金融体系的稳定性时，歇斯底里般的叫嚣似乎特别的不合时宜。尽管衍生工具的两大罪状：高杠杆性和潜在的巨大风险还会继续被公诸于报端，但一些国际研究团体却已得出结论：那些关于衍生工具会引发蔓延全球的金融危机的说法根本是无稽之谈。虽然，敢于冒险的投机者还将继续与毁灭为伴，而一些金融机构——甚至是大机构也还会续写自己失败的纪录。但是，人们将不会再把衍生工具交易视为系统性破坏全球金融稳定性的"头号杀手"。

一些为个人投资者准备的法则

作为一位个人投资者，你该如何利用衍生工具呢？

这好像有点难度，因为对个人投资者来说，风险确实巨大，而且大机构从中得到的交易成本方面的好处却并不适用于小散户，所以，如果当许多投资评论家建议你应该永远对期货市场说"不"，或是永远不要"行权"时，你可千万不要大惊小怪。然而，我相信以下三种情况将为个人投资者使用衍生工具提供不错的机会。

1. 将购买期权作为投资指数基金的附属工具

我想我已经反复提过多次了，对大多数投资者来说，购买低成本的指数基金（包括债券指数、小公司指数、国外股指数，当然还有以美国本土股票为主的指数，例如标准-普尔 500 指数）将会大大改善他们的状况。然而，我也明白，许多投资者特别是那些天生具备赌徒气质的投资者，除非他们有机会亲自选股，否则他们绝不会心满意足。如果你恰巧是他们中的一员，你可能会用 95%的资本来购买指数基金，再留下 5%以满足自己的投机心理。期权市场正好为你提供了这样的场所，在这儿，你可以用不多的钱来购买少量的头寸，而且我保证盈利的机会一定比你赌马或购买国家福利彩票来得大。不过，你也得做好将这 5%的筹码输得一干二净的心理准备，我可不开玩笑，这真的有可能会发生。面且你还得将普林斯顿学生投资俱乐部的教训牢牢记在心中，也许正当你在期货买卖中忙得不亦乐乎的时候，你经纪人的钱包早就已经撑破了。并且，你的盈利的一部分还会作为普通个人所得税上交给国家。最后，永远不要忘了，你这是在赌博，而不是在投资！

2. 将出售期权作为投资组合管理的附属工具

不管你是否相信，确实有一个策略能使你更多地盈利，却更少地交税，这就是将出售期权的策略与多元化股票投资组合的管理结合起来的一种策略。如果有人对“有效市场理论”深信不疑，我会向他推荐“购买——持有”的策略，尽可能地少交易将使你的交易费用和税收减至最低。卖出股票惟一适当的时机应该是当它不再符合你的预期并且股价已开始下跌的时候，卖出一只已经下跌的股票通常能够减少你的税收。

然而现在，让我们来看一下布朗医生所面临的处境。布朗医生为自己所拥有的投资组合感到自豪，这里面包括相当多的医药股，不难想象，它从自己的职业中获利良多。默克有限公司是她自 1999 年以来持有的最成功的一只股票，目前的交易价在 70 美元左右，而她的成本还不足 5 美元。尽管布朗医生对自己的整个投资组合非常满意，但随着默克公司股价的急剧膨胀，这只股票占据了她整个投资组合相当大的比重，为此，她开始有些犯愁了。而且，她也认识到在市场竞争和政府掣肘的双重压力下，未来药品价格的上涨空间受到了极大的限制；另一方面，她也感到默克公司徒有虚名的研发部似乎已经无力再生产出能在未来药品市场中崭露头角的产品了，更棘手的是，该公司的许多王牌产品的专利权也已经接近尾声了，这些都预示着公司未来盈利增长的步伐将会放缓。考虑到以上诸种因素，布朗医生不愿意将自己几乎一半的投资压在一只前景堪忧的股票上。

布朗医生所处的困境似乎让她左右为难。一方面，对自己所钟情的默克公司她持仓太重，但这只股票未来的前景似乎并不像过去那样光明，而且行业的竞争和政府的压力使它的内在价值大打折扣，股价大幅下跌并非没有可能。但此时若卖出全部或部分默克公司的股票，又会使她的账户上产生大量的资本利得，这在税收方面十分不利。粗粗估算一下，联邦政府及州政府的资本利得税会使她投资市值的30%化为乌有。

出售期权为布朗医生找到了一条脱离困境的出路。于是，布朗医生开始了自己的计划。她卖出了为期3个月的“两平”看涨期权，也就是说，期权的执行价等于或大约等于当前70美元的市场价。为此，她获得了一笔每股6美元，即市场价8.5%的期权费。由于默克公司是一只相对较为稳定的股票，所以，它每股的期权费与其股价的比例要小于像微电子这样活跃的股票。“平价”期权价格的主要决定因素有两个：(1)股价的变动性，(2)期权的时间跨度。这则补充材料的附录中将对期货价格与期权价格的决定因素进行更为详尽的讨论，这里不再赘述。

在3个月到期时，默克公司的股价仍旧维持在70美元，那么自然不会有人行权。这样，她再次以600美元的价格卖出一份为期3个月的看涨期权。[①] 这一次，她所担心的事情终于发生了。默克公司的股价滑落至60美元，持有者当然还是放弃行权。结果，布朗医生在股票市

① 每份期权合约标的为100股股票，故合约总价为100×6美元=600美元。——译者注

值上每股损失了10美元，幸而口袋里还装着600美元的期权费以及默克公司丰厚的季度分红，因此，在期权市场上不采取防御性措施减少了她可能遭致的损失。

布朗医生继续采用每三个月卖出一份默克公司股票的看涨期权。实际上，在此期间，默克公司的股价时而也会上涨，这样的话，她就必须要“抵补”看涨期权(即从公开市场上买进股票)。当且仅当默克公司股票的涨幅超过期权权酬时，才会使她在期权交易中赔钱。当然，因为她仍然持有股票，所以，任何损失都可以从其股票盈利中加以抵消。

一年过去了，布朗医生决定计算一下她所采取的策略的实际效果。最终的结果表明，它对于默克公司前景的担忧是完全正确的。在这一年中，默克公司的股价从70美元下跌至63美元，也就是说她每拥有100股默克公司的股票就要损失700美元。如果布朗没有采取任何防御性措施，它就要眼睁睁地看着自己在默克公司上的投资价值缩水10%。然而，通过持续不断地卖出期权，她实际上反倒盈利了：

收到的权酬价值(卖出4张期权合约，除去交易成本，每股平均价格为6美元)	24美元
买回未到期的期权所花的较小成本	(−4美元)
红利	1.16美元
每股总盈利	21.16美元

这样，通过持有股票和卖出期权的策略，她每股获利21.16美元，即使扣除掉期权权酬作为个人收入所应缴纳的个人所得税，也还是足以抵消来自股价下跌的损失。

3. 作为对冲工具，指数期货和期权的使用

马克斯·平克斯先生，作为一位价值数百万美元的房地产的名义执行人，他的主要投资是一个分散的股票投资组合，其中包括许多非常小的公司的股票。他的工作有利可图，但头绪繁多。这房地产的受益人众多，但口味不一。其中有些人希望按资产比例获得相应的股票，而另一些则希望得到现金。而且，其中还牵涉到许多棘手但又必须解决的法律问题，这使得在运用房产进行投资时不得不小心谨慎。现在的问题是，平克斯对1999年市场中普遍出现的高企的股价深表忧虑，而他的担心并非空穴来风，因为离房产最后的清算尚有时日，如果在此期间股票大跌，他将饱受众多受益人的指责。所以，他需要采取套期保值的策略，以便在大盘跳水时可以全身而退。

衍生工具市场所提供的正是这样的“套期保值”，不过，我们很快即可发现其中的一些工具并不适合平克斯的需要。比方说，由于许多小公司的股票并没有活跃的期权交易市场，所以，想通过出售看涨期权来达到防止整个投资组合贬值的目的显然只能是一厢情愿。平克斯确实可以采用卖出期货来实现这个目的，但他也明白，一旦股市上扬，他将失去大赚一笔的机会。因为投资组合虽然升值了，但在期货交易上却又让他亏了一笔。平克斯想要的仅仅就是一张“保险单”，一张能使他在房产清算之前远离股市大劫的“保险单”。能让平克斯得偿所愿的投资工具就是深度虚值的看涨期权。

就在他下定决心之际，标准-普尔 500 指数正在以将近 1 200 美元的价格出售。虽然平克斯可以买入执行价为 1 200 美元（“实值”或“轻度实值”）的 3 个月标准-普尔的卖权，但它们实在是价格不菲，每张卖方期权要花去投资组合价值的 10%，这样，一年下来的“保费”竟高达“投保额”的 40%，这可不是平克斯想要的，他只不过是希望回避那些幅度较深的调整而已。这时，他发现购买“深度虚值”的卖权（执行价为 1 000 美元的卖方期权，其价格要比当前市场水平低 15%）的成本只有 0.75%，即每年 3%。平克斯知道购买它只能躲过并不多见的“股灾”，换句话说，只有股市下跌 15%以上时才会见效，尽管这样，这笔买卖还是非常合算。而且，即使在房地产清算之前他从未行权，对这种“廉价”的保险，平克斯也觉得相当满意。就像即使他的房产从未发生过火灾，他仍旧乐于继续为它缴纳保险费那样，他也同样乐意通过期权市场为他的房产购买来自股市的“火险”。

补充材料的附录

期权期货价格决定因素

专业人士在为特定的期货、期权合约制定合适的价格时，常常要用到定价公式中一些最新的策略，要理解它们，你可能真的需要成为一名“导弹专家”。然而，对个人投资者来说，如果你想理解的仅仅是期权、期货定价方面的基本因素，或是你只想明白为何有的期货合约要卖到其基础资产市值的15%，而有的仅卖到5%，那么这倒没什么难的！

还是让我们首先来研究期货市场吧！看看在白银期货的定价中究竟是哪些因素起了主要的作用。我们先假设直接交割的白银的即期价格为每盎司6美元，然后再假设3个月后交割的白银的期货价格为每盎司6.10美元。是否有人会认为期货交易可能是一种骗术，面购买者正是由此诈取了那额外的10美分。如果你

也这么想，那你就大错特错了。现在，我们来为那个3个月后需要一定数量白银的人设身处地地想想吧！当然，他可以现在就以每盎司6美元的价格买下白银，并一直持有到需要的时候。然而，这里而有两种成本是你不得不考虑的。首先，他需要将白银储藏90天，而这期间的储藏费用是每盎司0.01美元。其次，在现货市场上购买白银，需要立即按现价每盎司6美元支付货款，而这在经济学家眼中则是一种机会成本。由于需要为购买白银支付现款，所以他就失去了将同样数目的钱用于为期90天且更为安全的投资机会。拿购买国库券来说，如果国库券每年的收益率为6%(即每季度收益率为1.5%)，那么现货购买者就没有机会再去赚取那0.09美元了。由此可见，白银求购者在现货市场上以每盎司6美元的价格购买白银与他在期货市场上以每盎司6.10美元的价格购买白银其实是一样的。与此相类似，白银出售者也一样乐于在现在接受每盎司6美元的价格或是在季度末时收到的6.10美元，因为前者可以使他节省仓储成本并且赚取投资收益。

从这个简单的例证中，我们不难发现，决定期货价格与现货价格之间差额的基本因素是一目了然的。期货价格要取决于利率水平和仓储成本。此外，还有一个因素可能也需要加以考虑，这就是手中握有存货所带来的"便捷性收益"。总而言之，期货价格之所以会高于现货价格，主要还是因为利率和贮藏两方面的因素，但是，在某些情况下，当所需货物严重短缺，"便捷性收益"变得十分昂贵时，也会出现期货价格低于现货价格的情况。

同样，我们也能将期权价格的决定因素一一列举出来。这些因素主要和期权合约的特性以及合约赖以存在的基础股票和市场有关。以下五个因素是相当重要的。

(1)执行价格

假设现在微电子的每股市价为 40 美元。一份执行价为 40 美元的看涨期权合约会比一份执行价为 80 美元，即“深度虚值”的合约更加值钱。也就是说，执行价格越高，看涨期权价值就越低。当然，期权价值永远不会低于零。只要股票市场的价格仍然有可能在未来超过执行价格，期权就一定会有价值。

(2)股票价格

如果其他因素都相同，那么股票价格越高，看涨期权的价格也会越高。显然，要是一只股票仅卖到每股 1 美元，则期权合约的价值就不会超过 1 美元，因为此时直接购买股票将使投资者获得价格上涨所带来的全部好处，而风险却仅限于 1 美元的购买价。基于这样一只股票的权酬可能只有每股 5 美分或 10 美分，而一份股价为 100 美元的看涨期权(平价)的价格可能则要高达每股 5 美元或 10 美元。

(3)到期日

期权的时间跨度越大，它的价格就会越高。[①] 拿两份执行价同为 40 美元的微电子技术的期权来说，显然，6 个月的期权要比 3 个月期权更有价值，因为前者要比后者整整多出 3 个月，在这多出的 3 个月中，股票期权就

① 注：反对美式期权适用——译者注。

可能会被执行。这样,如果有什么利好传闻的话,则跨度更长的期权的买者将会有更多的时间来充分利用这种好处。

(4)股价的变动性

这是决定股票期权的关键因素。基础股票的价格变动性越大,购买看涨期权的成本就会越高。比如微电子技术,它的股票价格的变动性相当大,而 AT&T 的股价则要平稳得多。所以,同样是一份期限相近的“两平”看涨期权,前者的价格肯定会比后者的价格高出不少。因为股价波动幅度不大,所以这种股票看涨期权的买者不太可能会遭致毁灭性的打击;而同样是下跌,直接购买股票的投资者也不大可能遇到灭顶之灾。反之,如果你买的是极不稳定的微电子技术,那么看涨期权倒真的能帮助你躲过股市的大风大浪,并且在情况好时,你还可能为此大赚一笔。这些使微电子技术股票期权的潜在价值要远远大于 AT&T。

(5)利率

看涨期权的价格同样也是利率水平的函数。看涨期权的持有者如果不行权,就没有必要支付执行价格,而利率水平越高,推迟支付的能力就变得越有价值,进而现金的盈利也就变得更加诱人。

费希尔·布莱克(Fischer Black)、梅隆·休尔斯(Myron Scholes)和罗伯特·默顿(Robert Merton)正是基于上述因素对期权价值进行了定量分析,并由此发展了期权定价模型。默顿和休尔斯还因此被授予诺贝尔奖(布莱克若不是过早地去世,也一定能够获此殊荣)。虽

然这些数学公式令普通人望而生畏，但实际上一台个人计算机便足以进行这些复杂的计算了，正因为这样，它才会被买卖期权的人广泛地应用在确定期权价格的过程中。实际结果也表明，期权价格确实是紧紧围绕在布莱克—休尔斯模型所建议的数值周围上下合理地波动。

选自货币市场基金的数据

基金名称	设立时间(年)	最低初始购买额(美元)(IRA账户最低额)	最低随后购买额(美元)(IRA账户最低额)	最低支票签发额(美元)	净资产(百万美元)	平均7天收益率(%)(1998年)	平均期限(天)(1998年)	近来费率(%)(1998年)
富达斯巴达货币市场基金 www.fidelity.com 800－544－8888	1989	20 000 (10 000)	1 000	1 000	9 465	5.23	69	0.45
J.P.摩根优质货币市场基金 www.jpmorgan.com/mutualfunds 800－521－5411	1982	2 500 (无)	500	不可签发支票	2 789	5.34	52	0.36
谨慎货币市场资产* www.prudential.com 800－225－1825	1975	1 000 (无)	100 (无)	500	6 124	4.95	53	0.70
普特纳A级货币市场基金 www.putnaminv.com 888－478－8626	1976	500 (250)	25	500	2 756	5.45	53	0.57
嘉信价值优势货币市场基金 www.schwab.com 800－435－4000	1992	25 000	5 000	无最小值	19 733	5.41	71	0.40
斯卡得溢价货币市场基金 www.scudder.com 800－225－2470	1997	25 000	100	1 000	690	5.50	28	0.38

续表

基金名称	设立时间(年)	最低初始购买额(美元)(IRA账户最低额)	最低随后购买额(美元)(IRA账户最低额)	最低支票签发额(美元)	净资产(百万美元)	平均7大收益率(%)(1998年)	平均期限(天)(1998年)	近来费率(%)(1998年)
强健投资者货币基金 www.strongfunds.com 800—359—3379	1998	1 000 (250)	50	500	57	5.84	70	0.00*
T.罗伊价格优质储备基金 www.troweprice.com 800—638—5660	1975	2 500 (1 000)	无	500	4 832	5.19	<90	0.63
TIAA-CREF货币市场基金 www.tiaa-cref.org 800—223—1200	1997	250	25	250	120	5.35	54	0.29
USAA货币市场基金 www.usaa.com/beta 800—382—8722	1981	3 000 (250)	50	250	2 571	5.27	63	0.45
先锋货币市场储备(优质投资组合)[b] www.vanguard.com 800—662—7447	1975	3 000 (2 000)	100 (50)	250	31 700	5.30	61	0.32

*:暂时不收费。

a:我在谨慎保险公司董事会任职。

b:我在此基金董事会任职。

选自免税货币市场基金的数据

基金名称	设立时间（年）	最低初始购买额（美元）	最低随后购买额（美元）	最低支票签发额（美元）	净资产（百万美元）	平均7天收益率（%）（1998年）	平均期限（天）（1998年）	近来费率（%）（1998年）
本海姆免税货币市场基金 www.americancentury.com 800—472—3389	1984	2 500	50	100	515	3.31	33	0.50
富达市政货币市场基金 www.fidelity.com 800—544—8888	1980	5 000	500	无	4 877	3.00	27	0.49
富达斯巴达市政货币市场基金 www.fidelity.com 800—544—8888	1991	25 000	1 000	1 000	2 264	3.10	30	0.40*
蓬慎免税货币市场基金* www.prudential.com 800—225—1852	1979	1 000	100	500	223	2.98	79	0.80

续表

基金名称	设立时间（年）	最低初始购买额（美元）	最低随后购买额（美元）	最低支票签发额（美元）	净资产（百万美元）	平均7天收益率（%）（1998年）	平均期限（天）（1998年）	近来费率（%）（1998年）
强健市政货币市场基金[b] www. strongfunds. com 800—359—3379	1986	2 500	50	500	2 070	3.36	49	0.64
USAA 免税货币市场基金 www. usaa. com/beta 800—382—8722	1984	3 000	50	250	1 590	3.22	49	0.38
先锋市政债券/货币市场投资组合 www. vanguard. com 800—835—1510	1980	3 000	100	250	6 050	3.25	54	0.18
Zurich 免税货币基金 www. zurichfunds. com 800—537—6001	1987	1 000	100	500	792	3.28	24	0.35

*：暂时不收费。

a：我在谨慎保险公司董事会任职。

b：我在此基金任职。

选自长期债券基金的数据

基金名称	指数	最大销售费用(%)	设立时间(年)	最低初始购买额(美元)(IRA 账户最低额)	最低随后购买额(美元)(IRA 账户最低额)	近来费率(%)(1998 年)	净资产(美元百万)	工资扣减	Keogh 计划可得性	IRA 计划可得性
德雷弗斯债券市场指数基础 www.dreyfus.com 800—645—6561	莱曼兄弟政府/公司债券指数	无	1993	10 000 (5 000)	1 000	0.35	49	有	有	有
银河Ⅱ美国债券指数 www.galaxyfunds.com 800—628—0414	美国国债指数	无	1991	2 500 (500)	无	0.40	128	有	有	有
嘉信短期债券指数 www.schwab.com 800—435—4000	消费者指数	无	1991	1 000 (500)	100	0.49	152	有	有	有
嘉信合计债券市场指数 www.schwab.com 800—435—4000	消费者指数	无	1993	1 000 (500)	100	0.20	253	有	有	有

续表

基金名称	指数	最大销售费用(%)	设立时间(年)	最低初始购买额(美元)(IRA账户最低额)	最低随后购买额(美元)(IRA账户最低额)	近来费率(%)(1998年)	净资产(美元百万)	工资扣减	Keogh计划可得性	IRA计划可得性
先锋中期债券指数[a] www.vanguard.com 800—835—1510	莱曼兄弟共同基金中期政府/公司指数	无	1994	3 000 (1 000)	100 (50)	0.20	879	有	有	有
先锋长期债券指数[a] www.vanguard.com 800—835—1510	莱曼兄弟共同基金长期政府/公司指数	无	1994	3 000 (1 000)	100 (50)	0.20	141	有	有	有
先锋短期债券指数[a] www.vanguard.com 800—835—1510	莱曼兄弟共同基金短期政府/公司指数	无	1994	3 000 (1 000)	100 (50)	0.20	561	有	有	有
先锋合计债券指数[a] www.vanguard.com 800—835—1510	莱曼兄弟综合债券指数	无	1986	3 000 (1 000)	100 (50)	0.20	6 174	有	有	有

a:我在此基金董事会任职。

选自 GNMA 债券基金的数据

基金名称	最大销售费用(%)	设立时间(年)	最低初始购买额(美元)(IRA 账户最低额)	最低随后购买额(美元)(IRA 账户最低额)	近来费率(%)(1998 年)	净资产(美元百万)	5 年期年收益率(%)直到 6/30/98
ARPP 收入信托—GNMA& 国债 aarp. scudder. com 800—253—2277	无	1984	500 (250)	无	0.65	4 535	5.50
美国世纪—本海姆 GNMA 投资者基金 www. americancentury. com 800—472—3389	无	1985	2 500 (1 000)	50	0.60	1 349	6.55
德莱弗斯 GNMA 基金 www. dreyfus. com 800—645—6561	无	1985	2 500 (750)	100 (无)	0.96	1 150	6.06
富达 Ginnie Mae 基金 www. fidelity. com 800—544—8888	无	1985	2 500 (500)	250	0.65	1 577	6.34
T. 罗伊价格 GNMA 基金 www. troweprice. com 800—638—5660	无	1985	2 500 (1 000)	50	0.70	1 137	6.50

续表

基金名称	最大销售费用(%)	设立时间(年)	最低初始购买额(美元)(IRA账户最低额)	最低随后购买额(美元)(IRA账户最低额)	近来费率(%)(1998年)	净资产(美元百万)	5年期年收益率(%)直到6/30/98
USAA投资—GNMA信托 www.usaa.com/beta 800—382—8722	无	1991	3 000 (2 000)	50	0.30	413	6.75
先锋固定收入—GNMA[a] www.vanguard.com 800—662—7447		1980	3 000 (1 000)	100 (50)	0.31	10 175	6.96

a:我在此家基金董事会任职。

选自长期债券基金的数据

基金名称	最大销售费用(%)	设立时间(年)	最低初始购买额(美元)(IRA账户最低额)	最低随后购买额(美元)(IRA账户最低额)	近来费率(%)(1998年)	净资产(美元百万)	5年期年收益率(%)直到6/30/98	工资扣减	Keogh计划可得性	IRA计划可得性
道奇—考克斯收人基金 800—621—3979	无	1989	2 500 (1 000)	100	0.50	813	7.31	有	有	有

续表

基金名称	最大销售费用(%)	设立时间(年)	最低初始购买额(美元)(IRA账户最低额)	最低随后购买额(美元)(IRA账户最低额)	近来费率(%)(1998年)	净资产(美元百万)	5年期年收益率(%)直到6/30/98	工资扣减	Keogh计划可得性	IRA计划可得性
富达投资级债券基金 www.fidelity.com 800—544—8888	无	1971	2 500 (500)	250	0.75	1 991	6.17	有	有	有
弗莱蒙特债券基金 www.fremontfunds.com 800—548—4539	无	1991	2 000 (1 000)	100 (无)	0.61	123	7.41	有	有	有
哈勃债券基金 800—422—1050	5.00	1987	2 000 (500)	100 (无)	0.84	2 733	8.03	有	有	有
IDS债券基金 americanexpress.com/advisors 800—328—8300	无	1974	2 000 (无)	100 (无)	0.84	2 733	8.03	有	有	有
J.P.摩根债券基金 www.jpmorgan.com 800—521—5411	无	1988	2 500	500	0.68	218	6.56	有	有	有

续表

基金名称	最大销售费用(%)	设立时间(年)	最低初始购买额(美元)(IRA账户最低额)	最低随后购买额(美元)(IRA账户最低额)	近来费率(%)(1998年)	净资产(美元百万)	5年期年收益率(%)直到6/30/98	工资扣减	Keogh计划可得性	IRA计划可得性
优先固定收入 800—662—4769	无	1992	1 000 (250)	50	0.74	150	6.51	有	有	有
USAA收入 www.usaa.com 800—382—8722	无	1974	3 000 (250)	50	0.39	1 749	7.15	有	有	有
先锋固定收入长期公司[a] www.vanguard.com 800—662—7447	无	1973	3 000 (1 000)	100	0.32	3 952	8.53	有	有	有

a:我在此基金董事会任职。

选自高收益债券基金的数据

基金名称	最大销售费用	设立时间(年)	最低初始购买额(美元)(IRA 账户最低额)	最低随后购买额(美元)(IRA 账户最低额)	近来费率(%)(1998 年)	净资产(美元百万)	5 年期年收益率(%)直到 6/30/98	工资扣减	Keogh 计划可得性	IRA 计划可得性
富达资本一收人基金 www. fidelity. com 800—544—8888	无	1977	2 500 (500)	250	0. 86	2 318	10. 36	有	有	有
弗提斯优势高收益债券基金 www. ffg. us. fortis. com 800—800—2638	4. 85	1988	500	25	1. 19	116	7. 91	有	有	有
坎普高收益债券基金 A www. kemper. com 800—621—1048	4. 50	1978	1 000 (250)	50	0. 88	3 827	10. 49	有	有	有
美林公司债券高收益 B www. ml. com 800—637—1568	4. 75	1988	1 000 (100)	50 (无)	1. 28	5 668	8. 77	有	有	有
潘・韦伯高收人基金 A www. painewebber. com 800—647—1568	4. 25	1984	1 000 (250)	无	0. 98	279	7. 99	有	有	有

续表

基金名称	最大销售费用	设立时间(年)	最低初始购买额(美元)(IRA 账户最低额)	最低随后购买额(美元)(IRA 账户最低额)	近来费率(%)(1998 年)	净资产(美元百万)	5 年期年收益率(%)直到 6/30/98	工资扣减	Keogh 计划可得性	IRA 计划可得性
谨慎收益债券基金 B[a] www.prudential.com 800—225—1852	5.75	1979	1 000 (无)	100 (无)	1.29	2 688	9.44	有	有	有
强健高收益债券基金 www.strongfunds.com 800—368—1030	无	1995	2 500 (250)	50	0.60	668		有	有	有
T.罗伊价格高收益债券基金 www.troweprice.com 800—638—5660	无	1984	2 500 (1 000)	50	0.84	1 725	8.83	有	有	有
先锋固定收入高收益债券基金[b] www.vanguard.com 800—662—7447	无	1978	3 000 (1 000)	100 (50)	0.28	5 128	9.74	有	有	有

a：我在谨慎保险公司董事会任职。

b：我在此基金董事会任职。

选自免税债券基金的数据

基金名称	最大销售费用(%)	设立时间(年)	最低初始购买额(美元)	最低随后购买额(美元)	近来费率(%)(1998年)	净资产(美元百万)	5年期年收益率(%)直到6/30/98	工资扣减
美国世纪—本海姆长期免税债券基金 www. americancentury. com 800—345—2021	无	1987	5 000	50	0.52	117	6.30	有
德莱弗斯市政债券基金 www. drefus. com 800—645—6561	无	1976	2 500	100	0.71	3 308	5.35	有
细刨花免税长期基金 www. ustrust. com/excel. htm 800—446—1012	无	1986	500	50	0.81	150	7.57	有
富达斯巴达市政收入基金 www. fidelity. com 800—544—8888	无	1977	10 000	1 000	0.55	2 406	5.83	有
T. 罗伊价格免税收入基金 www. troweprice. com 800—683—5660	无	1976	2 500	50	0.55	1 431	6.11	有

续表

基金名称	最大销售费用(%)	设立时间(年)	最低初始购买额(美元)	最低随后购买额(美元)	近来费率(%)(1998年)	净资产(美元百万)	5年期年收益率(%)直到6/30/98	工资扣减
USAA免税长期基金 www. usaa. com/beta 800—382—8722	无	1982	3 000	50	0. 37	2 094	6. 20	有
先锋市政保险长期基金[a] www. vanguard. com 800—662—7447	无	1984	3 000	100	0. 19	2 121	6. 27	有

a:我在此基金董事会任职。

选自免税高收益债券基金的数据

基金名称	最大销售费用(%)	设立时间(年)	最低初始购买额(美元)	最低随后购买额(美元)	近来费率(%)(1998年)	净资产(美元百万)	5年期年收益率(%)直到6/30/98	工资扣减
弗兰克林高收益免税收入基金 www. franklin-templeton. com 800—342—5263	4. 35	1986	2 500	500	0. 61	6 001	6. 79	有
雅努斯联邦免税基金 www. janus. com 800—545—8791	无	1993	2 500	500	0. 65	75	5. 48	有

续表

基金名称	最大销售费用(%)	设立时间(年)	最低初始购买额(美元)	最低随后购买额(美元)	近来费率(%)(1998年)	净资产(美元百万)	5年期年收益率(%)直到6/30/98	工资扣减
赛福克市政债券不收费基金 www.safeco.com 800—463—8791	无	1981	2 500	500	0.51	511	6.49	有
斯特恩·罗高收益市政债券基金 www.steinroe.com 800—338—2550	无	1984	2 500	500	0.77	342	6.63	有
强健高收益市政债券基金 www.strongfunds.com 800—359—3379	无	1993	2 500	500	0.70	625		有
T.罗伊价格免税高收益 www.troweprice.com 800—638—5660	无	1985	2 500	50	0.72	1 278	6.80	有
价值线免税高收益基金 www.valueline.com 800—223—0818	无	1984	2 500	500	0.60	184	5.42	有
先锋市政高收益[a] www.vanguard.com 800—662—7447	无	1978	3 000	100	0.19	2 533	6.55	有

a:我在此基金董事会任职。

选自普通股权指数基金的数据

基金名称	指数	最大销售费用(%)	设立时间(年)	最低初始购买额(美元)(IRA账户最低额)	最低随后购买额(美元)(IRA账户最低额)	近来费率(1998年)	净资产(美元百万)	5年期年收益率(%)直到6/30/98	投资组合周转率(%)(1997年)	工资扣减	Keogh计划可得性	IRA计划可得性
德雷弗斯标准—普尔500基金 www.dreyfus.com 800—373—9387	标准—普尔500	无	1990	2 500 (750)	100 (无)	0.50	1 938	22.38	2	有	有	有
富达斯巴达市场基金 www.fidelity.com 800—544—8888	标准—普尔500	无	1990	10 000 (500)	1 000 (250)	0.44	5 793	22.68	6	有	有	有
嘉信1 000投资者基金 www.schwab.com 800—435—4000	消费指数	无	1991	1 000 (500)	100	0.46	3 666	21.81		有	有	有
嘉信标准—普尔500投资者基金 www.schwab.com 800—435—4000	标准—普尔500	无	1992	1 000 (500)	100	0.38	1 768		38	有	有	有
SSGA标准—普尔500基金 www.ssga.com 800—647—7327	标准—普尔500	0.25	1992	10 000 (250)	100	0.16	1 657	22.80	8	有	有	有

续表

基金名称	指数	最大销售费用(%)	设立时间(年)	最低初始购买额(美元)(IRA账户最低额)	最低随后购买额(美元)(IRA账户最低额)	近来费率(1998年)	净资产(美元百万)	5年期年收益率(%)直到6/30/98	投资组合周转率(%)(1997年)	工资扣减	Keogh计划可得性	IRA计划可得性
USAA标准—普尔500基金 www.usaa.com/beta 800—382—8722	标准—普尔500	无	1996	3 000 (2 000)	50	0.07	1 221		19	有	有	有
先锋指数500基金[a] www.vanguard.com 800—662—7447	标准—普尔500	无	1976	3 000 (1 000)	100	0.19	60 840	22.94	5	有	有	有
先锋税收管理增长/收入[a] www.vanguard.com 800—662—7447	标准—普尔500	无	1994	3 000 (1 000)	100	0.17	903		2	有	有	有
先锋综合股票市场指数基金[a] www.vanguard.com 800—662—7447	韦尔夏5 000	无	1992	3 000 (1 000)	100	0.20	6 800	21.22	2	有	有	有

a:我在此基金董事会任职。

选自普通股权基金的数据

基金名称	晨星评级	最大销售费用(%)	设立时间(年)	最低初始购买额(美元)(IRA账户最低额)	最低随后购买额(美元)(IRA账户最低额)	近来费率(1998年)	净资产(美元百万)	10年期年收益率(%)直到6/30/98	投资组合周转率(%)(1997年)	工资单或银行计划	Keogh计划可得性	IRA计划可得性
进入者成长基金—咨询者 www.accessor.com 800—759—3504	5	无	1992	5 000 (2 000)	1 000 (无)	0.93	120		132	有	有	有
美国世纪收入和成长投资 www.americancentury.com 800—472—3389	5	无	1990	2 500 (1 000)	50	0.66	3 173		102	有	有	有
道奇-考克斯股票基金 800—621—3979	4	无	1965	2 500 (1 000)	100	0.57	4 494	16.52	19	有	有	有
德雷弗斯增值基金 www.dreyfus.com 800—645—6561	5	无	1984	2 500 (750)	100	0.91	2 978	17.24	5	有	有	有
富达蓝筹成长基金 www.fidelity.com 800—544—8888	4	0.03	1987	2 500 (500)	250	0.78	16 781	21.53	54	有	有	有
富达密度基金 I www.fidelity.com 800—544—8888	5	8.67	1970	50 (无)	50 (无)	0.38	6 745	19.86	32	有	有	有

续表

基金名称	晨星评级	最大销售费用(%)	设立时间(年)	最低初始购买额(美元)(IRA账户最低额)	最低随后购买额(美元)(IRA账户最低额)	近来费率(1998年)	净资产(美元百万)	10年期年收益率(%)直到6/30/98	投资组合周转率(%)(1997年)	工资单或银行计划	Keogh计划可得性	IRA计划可得性
富达股权收入基金 www. fidelity. com 800—544—8888	4	无	1966	2 500 (500)	250	0.65	25 025	15.84	23	有	有	有
富达股权收入基金Ⅱ www. fidelity. com 800—544—8888	4	无	1990	2 500 (500)	250	0.68	19 083		59	有	有	有
IDS新视野基金 A Americanexpress. com/advisors 800—328—8300	5	5.00	1968	2 000 (无)	100 (无)	0.91	10 034	19.52	32	有	有	有
雅努斯基金 www. yanus. com 800—523—8983	5	无	1970	2 500 (500)	100	0.86	22 718	17.58	132	有	有	有
雅努斯二十基金 www. yanus. com 800—523—8983	5	无	1985	2 500 (500)	100	0.91	9 294	22.65	123	有	有	有
梅斯—帕沃成长基金 800—304—7404	5	无	1958	2 500 (1 000)	100	0.84	461	18.47	5	有	有	有

续表

基金名称	晨星评级	最大销售费用(%)	设立时间(年)	最低初始购买额(美元)(IRA账户最低额)	最低随后购买额(美元)(IRA账户最低额)	近来费率(1998年)	净资产(美元百万)	10年期年收益率(%)直到6/30/98	投资组合周转率(%)(1997年)	工资单或银行计划	Keogh计划可得性	IRA计划可得性
赛福克股权基金 www.safeco.com 800—426—6370	5	无	1932	1 000 (250)	100(50)	0.73	1 771	17.67	34	有	有	有
斯卡德成长一收入基金 www.scudder.com 800—225—2470	4	无	1984	2 500 (1 000)	100 (50)	0.76	8 277	15.50	22	有	有	有
T.罗伊价格蓝筹成长基金 www.troweprice.com 800—638—5660	5	无	1993	2 500 (1 000)	50	0.95	3 091		22	有	有	有
T.罗伊价格股息成长基金 www.troweprice.com 800—638—5660	5	无	1992	2 500 (1 000)	50	0.80	1 030		39	有	有	有
T.罗伊价格股权收入基金 www.troweprice.com 800—638—5660	4	无	1985	2 500 (1 000)	50	0.79	14 174	15.61	24	有	有	有
先锋股权收入基金* www.vanguard.com 800—662—7447	4	无	1988	3 000 (1 000)	100 (50)	0.45	2 510	15.51	22	有	有	有

续表

基金名称	晨星评级	最大销售费用(%)	设立时间(年)	最低初始购买额(美元)(IRA账户最低额)	最低随后购买额(美元)(IRA账户最低额)	近来费率(1998年)	净资产(美元百万)	10年期年收益率(%)直到6/30/98	投资组合周转率(%)(1997年)	工资单或银行计划	Keogh计划可得性	IRA计划可得性
先锋美国成长投资组合基金[a] www.vanguard.com 800—835—1510	5	无		3 000 (1 000)	100 (50)	0.42	9 890	19.68	35	有	有	有
先锋温莎Ⅱ基金[a] www.vanguard.com 800—662—7447	5	无		3 000 (1 000)	100 (50)	0.37	29 870	17.93	30	有	有	有

a：我在此基金董事会任职。

选自小规模指数基金的数据

基金名称	指数	最大销售费用(%)	设立时间(年)	最低初始购买额(美元)(IRA账户最低额)	最低随后购买额(美元)(IRA账户最低额)	近来费率(1998年)	净资产(美元百万)	投资组合周转率(%)(1997年)	工资单或银行计划	Keogh计划可得性	IRA计划可得性
BT小规模指数基金 www.btfunds.com 800—730—1313	韦尔夏 4 500	无	1996	2 500 (500)	250 (100)	0.45	227	88	有	有	有
德雷弗斯小规模股票指数基金 www.dreyfus.com 800—645—6561	罗素 2 000	无	1997	2 500 (750)	100		23		有	有	有

续表

基金名称	指数	最大销售费用（%）	设立时间（年）	最低初始购买额（美元）（IRA账户最低额）	最低随后购买额（美元）（IRA账户最低额）	近来费率（1998年）	净资产（美元百万）	投资组合周转率（%）（1997年）	工资单或银行计划	Keogh计划可得性	IRA计划可得性
银河Ⅱ小规模指数基金 www.fleet.com/inppgx.html 800－628－0414	韦尔夏 4 500	无	1990	2 500（500）	100	0.40	382	14	有	有	有
大门小规模指数基金 800－354－6339	罗素 2 000	无	1993	1 000（500）	100	1.50	17	32	有	有	有
北方小规模指数基金 www.northenfunds.com 800－595－9111	罗素 2 000	无	1994	2 500（500）	50	1.00	356	19	有	有	有
嘉信小规模指数基金 www.schwab.com 800－435－4000	罗素 2 000	无	1993	1 000（500）	100	0.52	513	23	有	有	有
先锋小规模指数基金[a] www.vanguard.com 800－662－7447	罗素 2 000	无	1997	3 000（1 000）	100	0.23	211	29	有	有	有

a:我在此基金董事会任职。

选自小规模基金的数据

基金名称	交易费用	设立时间(年)	最低初始购买额(美元)(IRA 账户最低额)	最低随后购买额(美元)(IRA 账户最低额)	近来费率(1998 年)	净资产(美元百万)	5 年期年收益率(%)直到 6/30/98	投资组合周转率(%)(1997 年)	工资单或银行计划	Keogh 计划可得性	IRA 计划可得性
橡实基金 www. wagner. com 800—922—6769	无	1970	1 000 (100)	1 000 (100)	0. 56	3 967	16. 69	32	有	有	有
BT 投资小规模基金 www. btfunds. com 800—730—1313	无	1993	2 500 (500)	2 500 (100)	1. 25	236		159	有	有	有
考夫曼基金 www. kaufman. com 800—237—0132	0. 75	1986	1 500 (500)	100 (无)	1. 88	6 390	19. 76	65	有	有	有
马歇尔小规模成长基金 www. marshallfunds 800—236—8560	0. 25	1996	1 000	50	1. 80	111			有	有	有
赛福克成长基金 www. safeco. com 800—426—6730	无	1968	1 000 (250)	100 (50)	0. 85	1 575	26. 03	83	有	有	有
赛福克西北基金 www. safeco. com 800—426—6730	无	1991	1 000 (250)	100 (50)	1. 09	67	15. 00	55	有	有	有

续表

基金名称	交易费用	设立时间(年)	最低初始购买额(美元)(IRA账户最低额)	最低随后购买额(美元)(IRA账户最低额)	近来费率(1998年)	净资产(美元百万)	5年期年收益率(%)直到6/30/98	投资组合周转率(%)(1997年)	工资单或银行计划	Keogh计划可得性	IRA计划可得性
赛福克小公司股票基金 www.safeco.com 800—426—6730	无	1996	1 000 (250)	100 (50)	1.33	57		61	有	有	有
斯库罗德美国小公司基金 800—344—8332	无	1993	10 000 (2 000)	2 500 (2 000)	1.49	56		34	有	有	有
强健小规模基金 www.strongfunds.com 800—368—1030	无	1995	2 500 (250)	50	1.40	143		593	有	有	有
T.罗伊价格小规模股票基金 www.troweprice.com 800—638—5660	无	1956	2 500 (1 000)	100 (50)	1.02	1 085	19.51	23	有	有	有
先锋探索者基金[a] www.vanguard.com 800—662—7447	0.25	1967	3 000 (1 000)	100	0.62	2 550	14.35	84	有	有	有

a:我在此基金董事会任职。

选自国际指数股票基金的数据

基金名称	指数	最大销售费用(%)	设立时间(年)	最低初始购买额(美元)(IRA账户最低额)	最低随后购买额(美元)(IRA账户最低额)	近来费率(1998年)	净资产(美元百万)	投资组合周转率(%)(1997年)	工资单或银行计划	Keogh计划可得性	IRA计划可得性
BT EAFE股权指数基金 www.btfunds.com 800—730—1313	MSCI—EAFE	无	1996	2 500 (500)	250 (100)	0.65	4	44	有	有	有
德雷弗斯国际股基金 www.dreyfus.com 800—645—6561	MSCI—EAFE	无	1997	2 500 (750)	100		26		有	有	有
富达斯巴达国际基金 www.fidelity.com 800—544—8888	MSCI—EAFE	无	1997	15 000	1 000		32		有	有	有
嘉信国际指数基金 www.schwab.com 800—435—4000	消费指数	无	1993	1 000 (500)	100	0.61	427	13	有	有	有
先锋欧洲指数基金 www.vanguard.com 800—662—7447	MSCI—EAFE	无	1990	3 000 (1 000)	100	0.31	3 710	3	有	有	有
先锋太平洋指数基金 www.vanguard.com 800—662—7447	MSCI—EAFE	无	1990	3 000 (1 000)	100	0.35	869	8	有	有	有
先锋星综合国际基金[a] www.vanguard.com 800—662—7447	MSCI—EAFE	无	1996	3 000 (1 000)	100	0.33	1 160	6	有	有	有

a:我在此基金董事会任职。

选自国际股基金

基金名称	晨星评级	最大销售费用(%)	设立时间(年)	最低初始购买额(美元)(IRA账户最低额)	最低随后购买额(美元)(IRA账户最低额)	近来费率(1998年)	净资产(美元百万)	5年期年收益率(%)直到6/30/98	投资组合周转率(%)(1997年)	工资单或银行计划	Keogh计划可得性	IRA计划可得性
橡实国际基金 800—922—6769	4	无	1992	1 000	100	1.19	1 861		39	有	有	有
资本世界成长/收入基金 www.capitalworld.com 800—421—4120	5	6.05	1993	1 000 (250)	50 (25)	0.82	8 487		32	有	有	有
创立者国际成长基金 www.founders.com 800—525—2440	4	0.25	1989	1 000 (500)	100	1.45	340		82	有	有	有
雅努斯国际基金 www.yanus.com 800—525—8983	5	无	1991	2 500 (500)	100	0.95	15 364		79	有	有	有
管理者国际股权 www.managersfunds.com 800—835—3879	4	无	1986	2 000 (500)	无	1.45	530	12.93	37	有	有	有
新远景基金 www.americanfunds.com 800·421—4120	5	6.00	1973	250	50 (25)	0.79	19 199	15.12	26	有	有	有

续表

基金名称	晨星评级	最大销售费用(%)	设立时间(年)	最低初始购买额(美元)(IRA账户最低额)	最低随后购买额(美元)(IRA账户最低额)	近来费率(1998年)	净资产(美元百万)	5年期年收益率(%)直到6/30/98	投资组合周转率(%)(1997年)	工资单或银行计划	Keogh计划可得性	IRA计划可得性
斯卡德国际基金 www. scudder. com 800—225—2470	4	无	1957	2 500 (1 000)	100 (50)	1.15	3 052	11.63	36	有	有	有
T. 罗伊价格国际股基金 www. troweprice. com 800—638—5660	4	无	1980	2 500 (1 000)	100 (50)	0.85	10 589	11.17	16	有	有	有
USAA国际基金 www. usaa. com 800—382—8722	4	无	1988	3 000 (250)	50	1.09	615		46	有	有	有

选自新兴市场股票基金数据

基金名称	最大销售费用(%)	设立时间(年)	最低初始购买额(美元)(IRA账户最低额)	最低随后购买额(美元)(IRA账户最低额)	近来费率(1998年)	净资产(美地百万)	投资组合周转率(%)(1997年)	风险水平(贝塔)	工资单或银行计划	Keogh计划可得性	IRA计划可得性
富达新兴市场基金 www. fidelity. com 800—544—8888	3.00	1990	2 500 (500)	250	1.35	354	69	1.23	有	有	有

续表

基金名称	最大销售费用（%）	设立时间（年）	最低初始购买额（美元）（IRA 账户最低额）	最低随后购买额（美元）（IRA 账户最低额）	近来费率（1998 年）	净资产（美元百万）	投资组合周转率（%）（1997 年）	风险水平（贝塔）	工资单或银行计划	Keogh 计划可得性	IRA 计划可得性
弗莱蒙特新兴市场基金 www. frementfunds. com 800—548—4593	无	1996	2 000 (1 000)	100 (无)	0. 26	14	208		有	有	有
莱克星顿国际新兴市场基金 www. lexingtonfunds. com 800—526—0056	无	1969	1 000 (250)	50	1. 82	109	112	0. 97	有	有	有
蒙高梅新兴市场基金 R www. nationsbancmontgomery. com 800—572—3863	无	1992	1 000	100	1. 67	761	83	1. 02	有	有	有
新港虎基金 www. libertyfunds. com 800—426—3750	6. 00	1995	1 000 (25)	50 (25)	1. 73	234	12	1. 52	有	有	有
T. 罗伊价格新亚洲基金 www. troweprice. com 800—638—5660	无	1990	2 500 (1 000)	100 (50)	1. 10	654	42	1. 36	有	有	有
USAA 新兴市场基金 www. usaa. com 800—382—8722	无	1994	3 000 (250)	50	1. 81	267	61	1. 02	有	有	有
先锋国际股权新兴市场指数基金[a] www. vanguard. com 800—662—7447	无	1994	3 000 (1 000)	100	0. 57	647	19	1. 21	有	有	有

a：我在此基金董事会任职。

图书在版编目(CIP)数据

漫步华尔街/[美]麦基尔著;骆玉鼎,彭晗等译著.一上海:上海财经大学出版社,2002.6
书名原文:A Random Walk Down Wall Street
ISBN 7-81049-757-X/F·646

Ⅰ.漫… Ⅱ.①麦… ②骆… ③彭… Ⅲ.投资-基本知识 Ⅳ.F830.59

中国版本图书馆CIP数据核字(2002)第038222号

□ 责任编辑 张小忠
□ 封面设计 周卫民

MANBU HUAERJIE
漫步华尔街
伯顿·麦基尔 著
骆玉鼎 彭晗 等译

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路321号乙 邮编200434)
网 址:http://www.sufep.com
电子邮箱:webmaster @ sufep.com
全国新华书店经销
上海第二教育学院印刷厂印刷
上海市浦江装订厂装订
2002年6月第1版 2003年2月第2次印刷

890mm×1240mm 1/32 18.625印张 387千字
印数:4 001—6 000 定价:40.00元

ED-S05H041021B

站上巨人的肩膀，眺望

——“东方证券·透视所有时代最伟大的投资经典”书系序言

随着中国证券市场的日渐成长与开放，向西方成熟市场学习，已经成为管理层、投资机构，以及职业投资者的共识。“东方证券·透视所有时代最伟大的投资经典”书系就是为了顺应这个时代的发展潮流，立足于领风气之先。本书系包含了4部投资经典，它们是：《卖空的艺术》、《漫步华尔街》、《统计陷阱》、《战胜华尔街》。这4部经典性作品在经历了岁月的洗礼和市场风雨的检验之后，弥久不衰，其中体现的思想、方法、技巧，以及经验和教训，为后人所称道和汲取。上述的4本书籍，均列选英国作家利奥·高夫撰写的《25本投资经典：透视所有时代最伟大的投资名著》（金融时报出版社，1999年版），由此可见其不凡的魅力和影响力。

《漫步华尔街》　“华尔街”，是一个充满魔力的字眼。它代表着技术、效率、财富和巨大的经济活力。

《漫步华尔街》的确是一本学术性与通俗性结合得十分完美的经典之作，经历了30多年的风雨而畅销不衰。该书之所以能获得巨大的成功，这与作者本人辉煌的经历难以分割。作者伯顿·麦基尔的经济学家、证券分析师和职业投资者身份，为他撰写本书，积淀了极为深厚的基础。

《漫步华尔街》集理论与实践于一身，通过作者别具匠心的构思，将二者融汇贯通为一个无懈可击的整体。作为一本实用性极强的投资指南，它向广大投资者讲述了琳琅满目的投资战略和五花八门的金融工具，而对指数基金的推崇备至则构成了全书清晰的主线。



ISBN 7-81049-757-X/F · 646
定价：40.00 元